



Convenção
2015



**UM SUPERMERCADO
PARA CADA
CONSUMIDOR**

Brazil: Rebounding or Bordering Chaos?

O Brasil: Na virada ou entrando
no caos

Aldo Musacchio

Harvard Business School,

Brandeis University

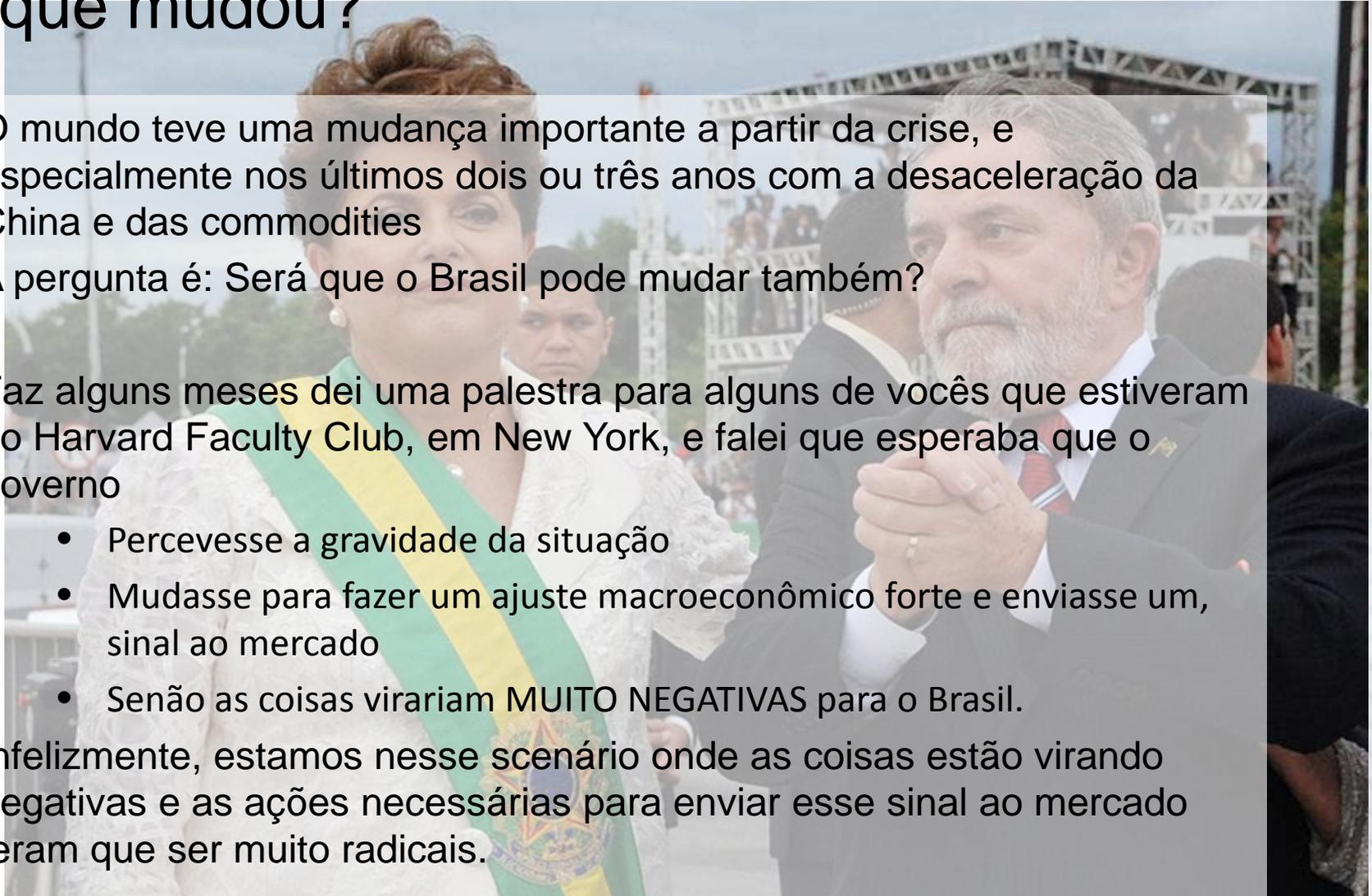
National Bureau of Economic Research

Palestra

- Como vai ser o novo estado “normal” da economia no Brasil e no mundo?
- Por que existe (e existirá) alta volatilidade no Brasil?
- Vamos revisar então o que é o novo NORMAL no Brasil
- Depois vou explicar como o modelo macroeconomico do primeiro mandato da Dilma (Capitalismo de Estado Populista) levou em grande parte à crise atual
- Vou explicar como o ajuste dos desequilíbrios do modelo, e a situação mundial, vão levar o Brasil a ter dois ou três anos de crescimento baixo entre 2015 e 2017
- Finalmente, vou explicar como o a falta de sucesso no ajuste “Joaquim Levy” e a situação na China, nos Estados Unidos e no mercado de commodities presentaram um alto risco para a economia brasileira nos siguientes dois ou três anos

O que mudou?

- O mundo teve uma mudança importante a partir da crise, e especialmente nos últimos dois ou três anos com a desaceleração da China e das commodities
- A pergunta é: Será que o Brasil pode mudar também?
- Faz alguns meses dei uma palestra para alguns de vocês que estiveram no Harvard Faculty Club, em New York, e falei que esperava que o governo
 - Percevesse a gravidade da situação
 - Mudasse para fazer um ajuste macroeconômico forte e enviasse um, sinal ao mercado
 - Senão as coisas virariam MUITO NEGATIVAS para o Brasil.
- Infelizmente, estamos nesse cenário onde as coisas estão virando negativas e as ações necessárias para enviar esse sinal ao mercado terem que ser muito radicais.

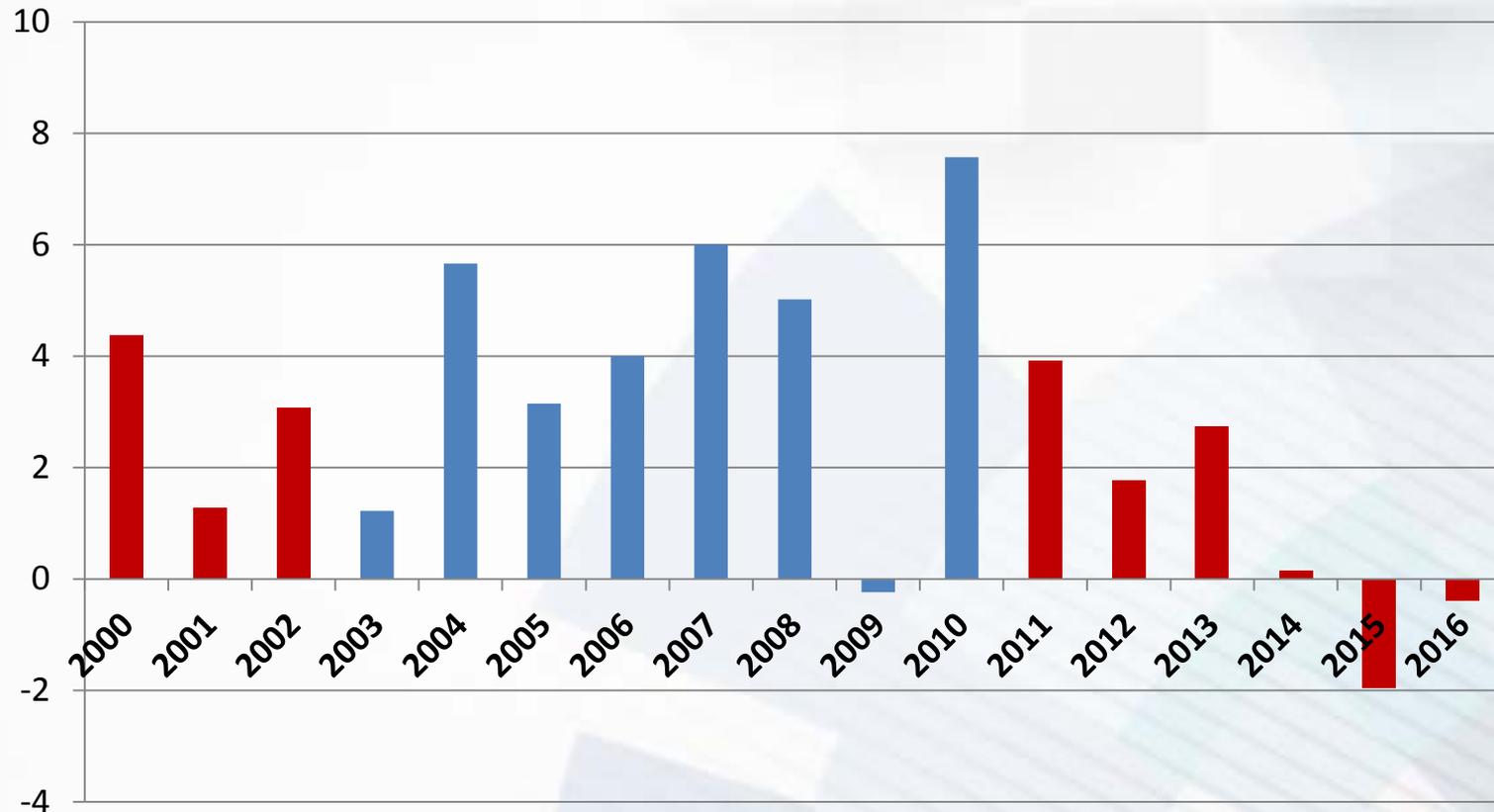


O Brasil Dilma precisa-se distanciar das políticas da era Lula: essa era acabou!



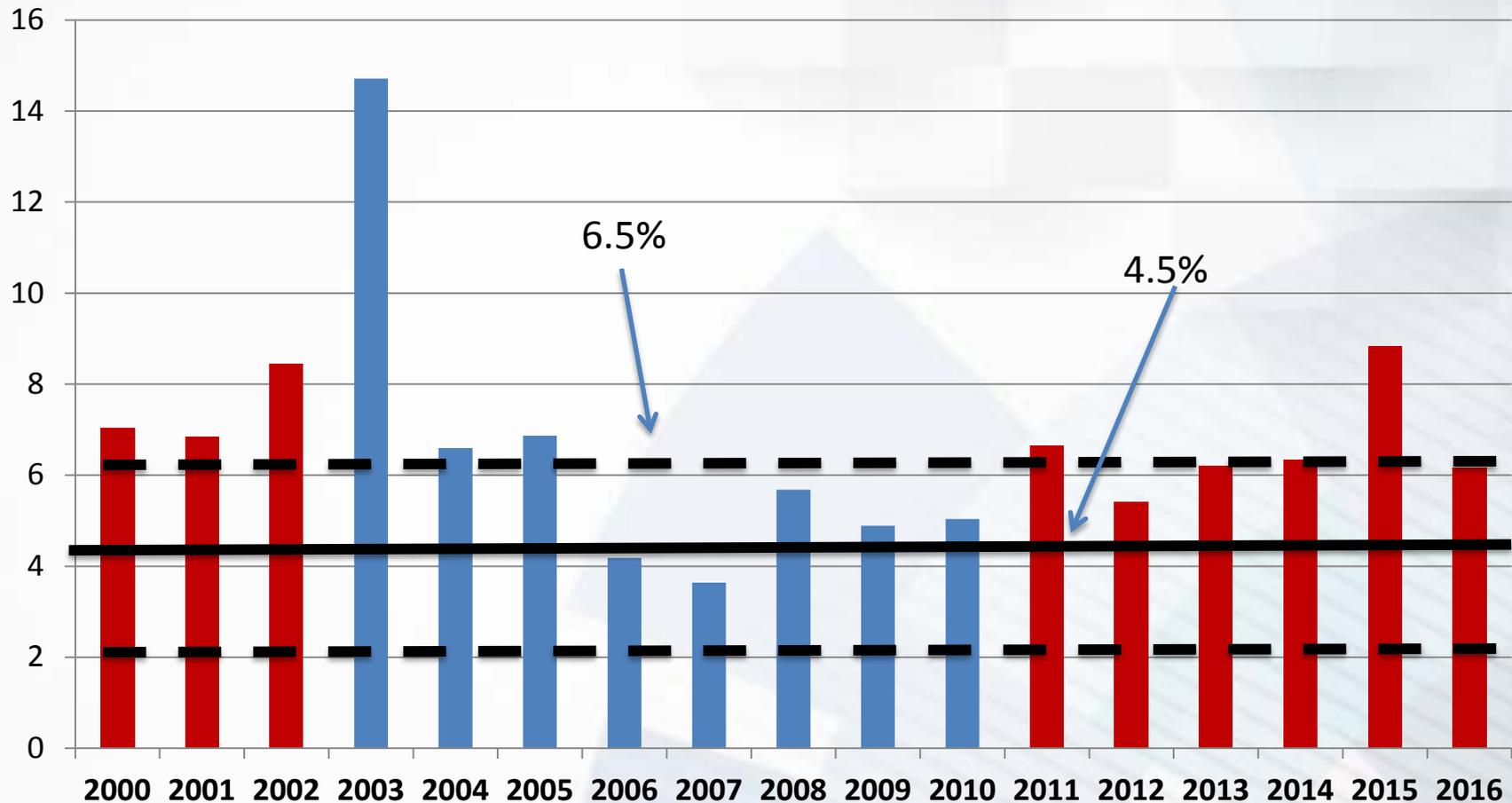
“Boom do Brasil” acabou

Taxa de crescimento do PIB (real)



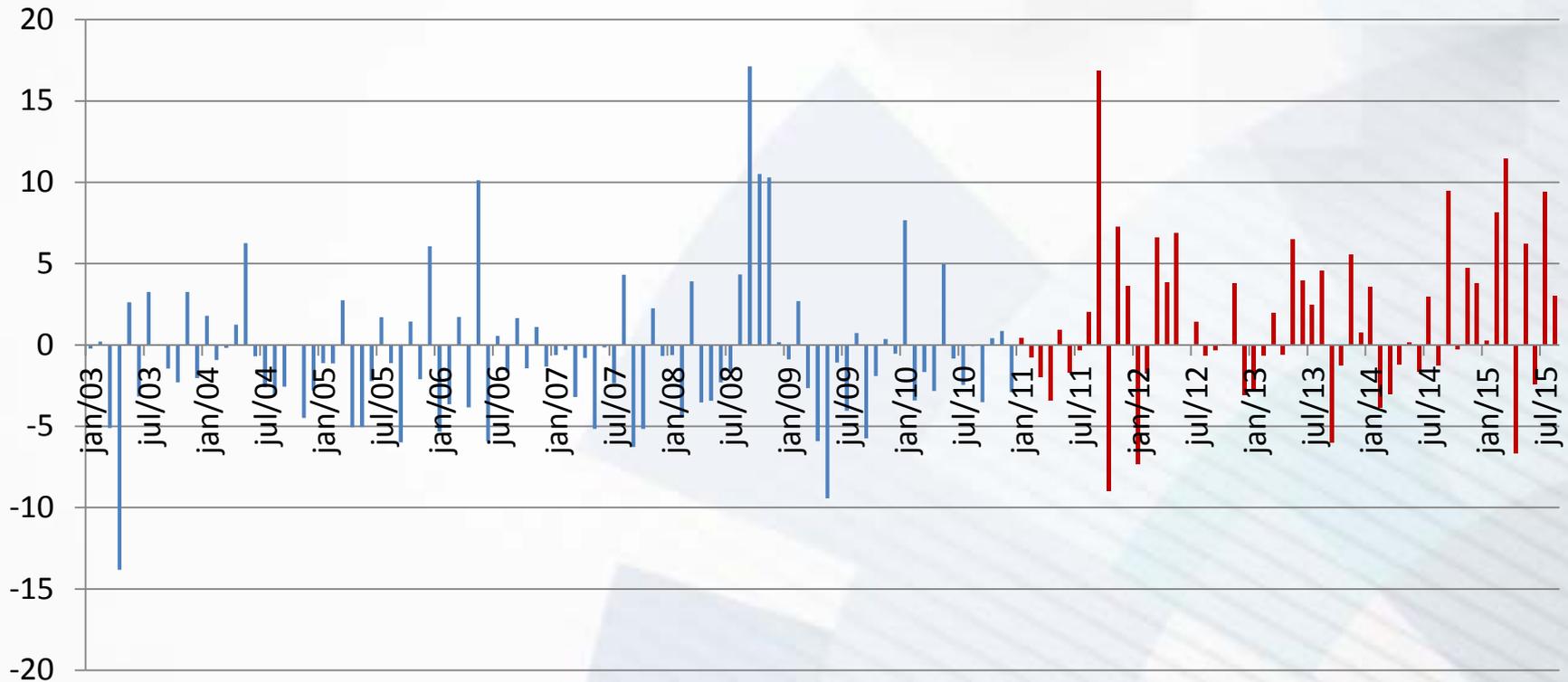
Fonte: IHS

Inflação esta voltando à era pre-Lula



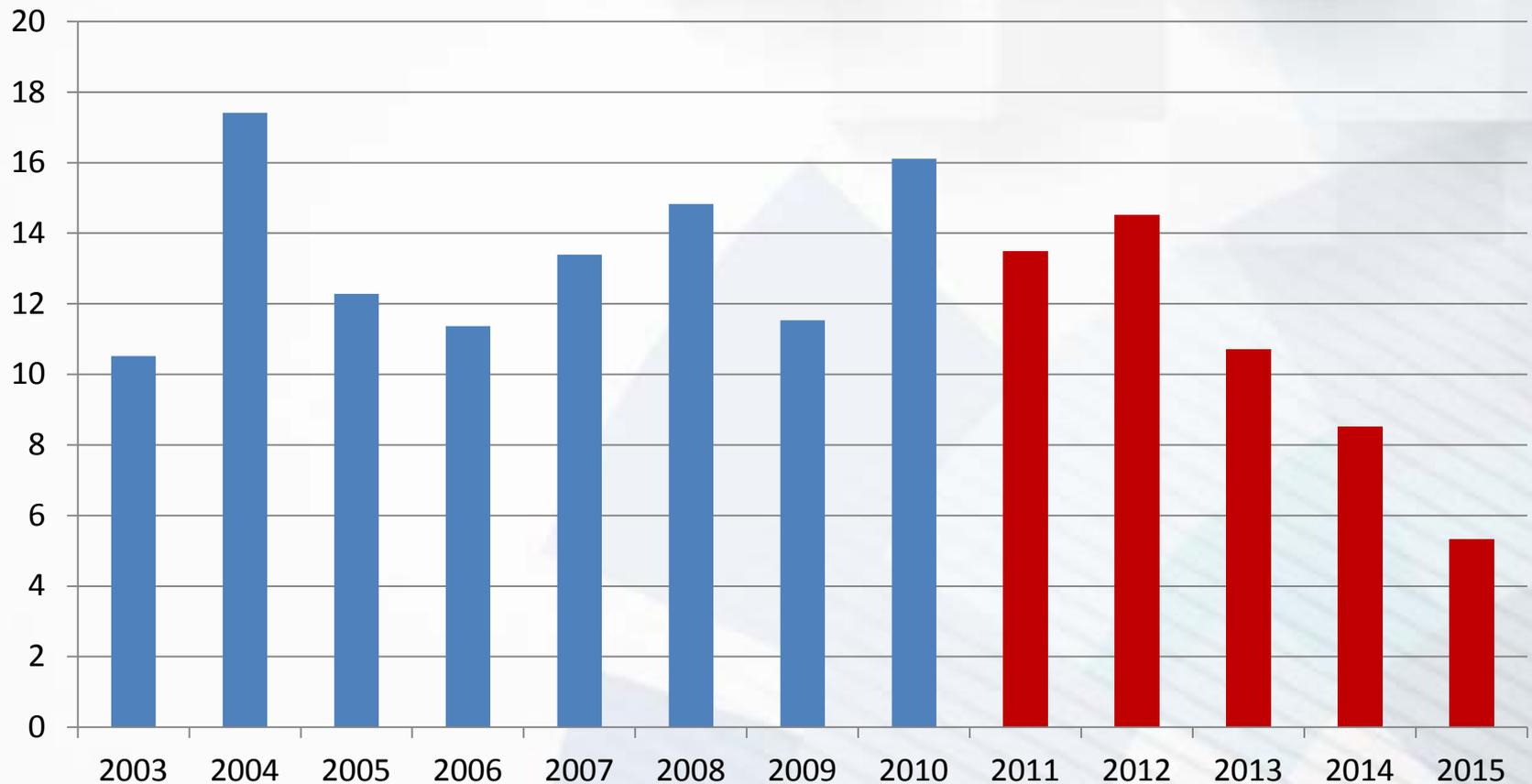
O fim do real forte (de valorização contínua a desvalorização do câmbio)

Variação mensal do câmbio (em reais por dólar)
(aumento = desvalorização, queda = valorização)

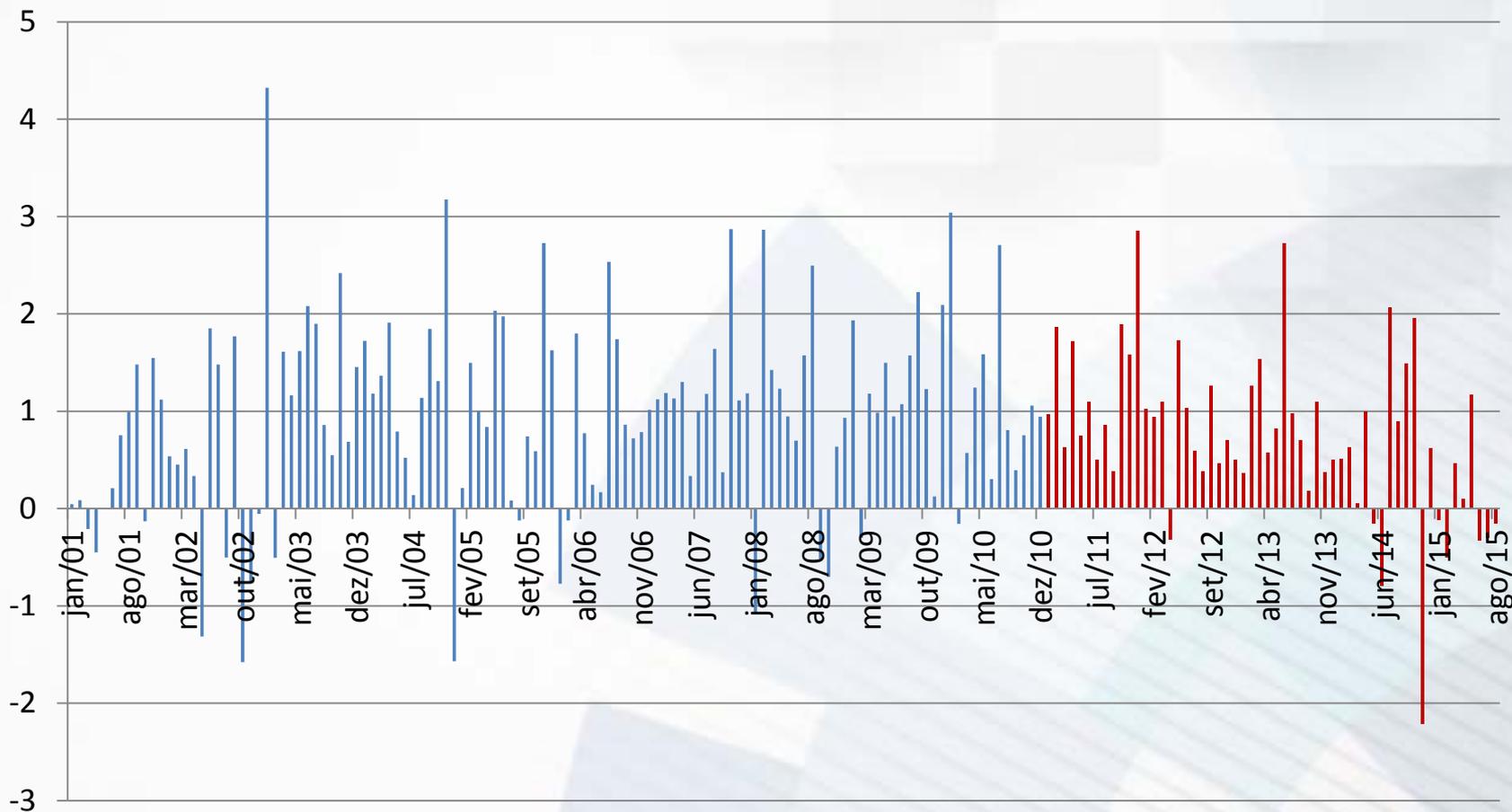


Difícil ver a mudança quando o varejo continua crescendo

Crecimento anual das vendas do varejo

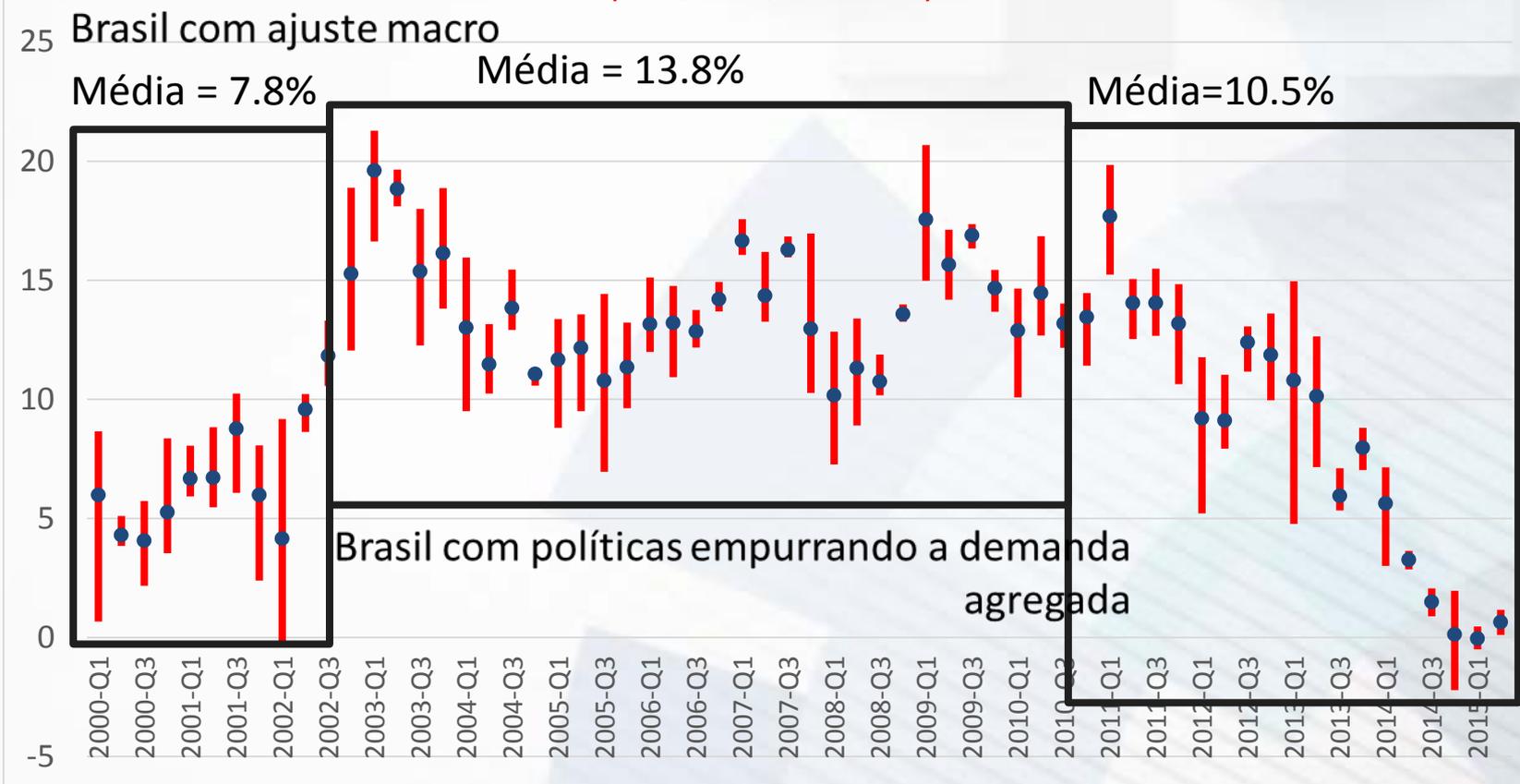


Crescimento medio das vendas do varejo (mensal)



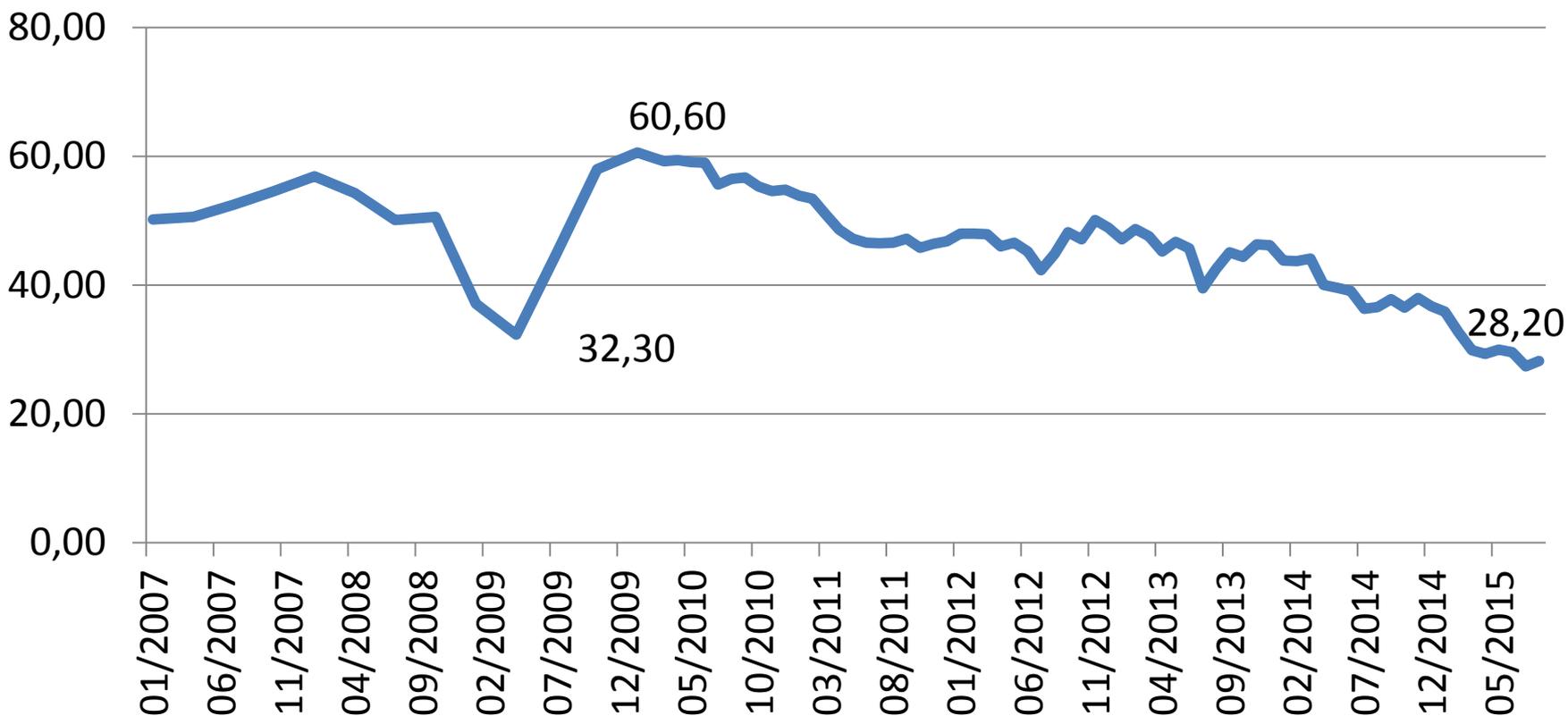
O novo NORMAL é alta volatilidade com baixo crescimento e (inflação=estagflação)

Variacao trimestral no crescimento das vendas do varejo
(min, max, e media)



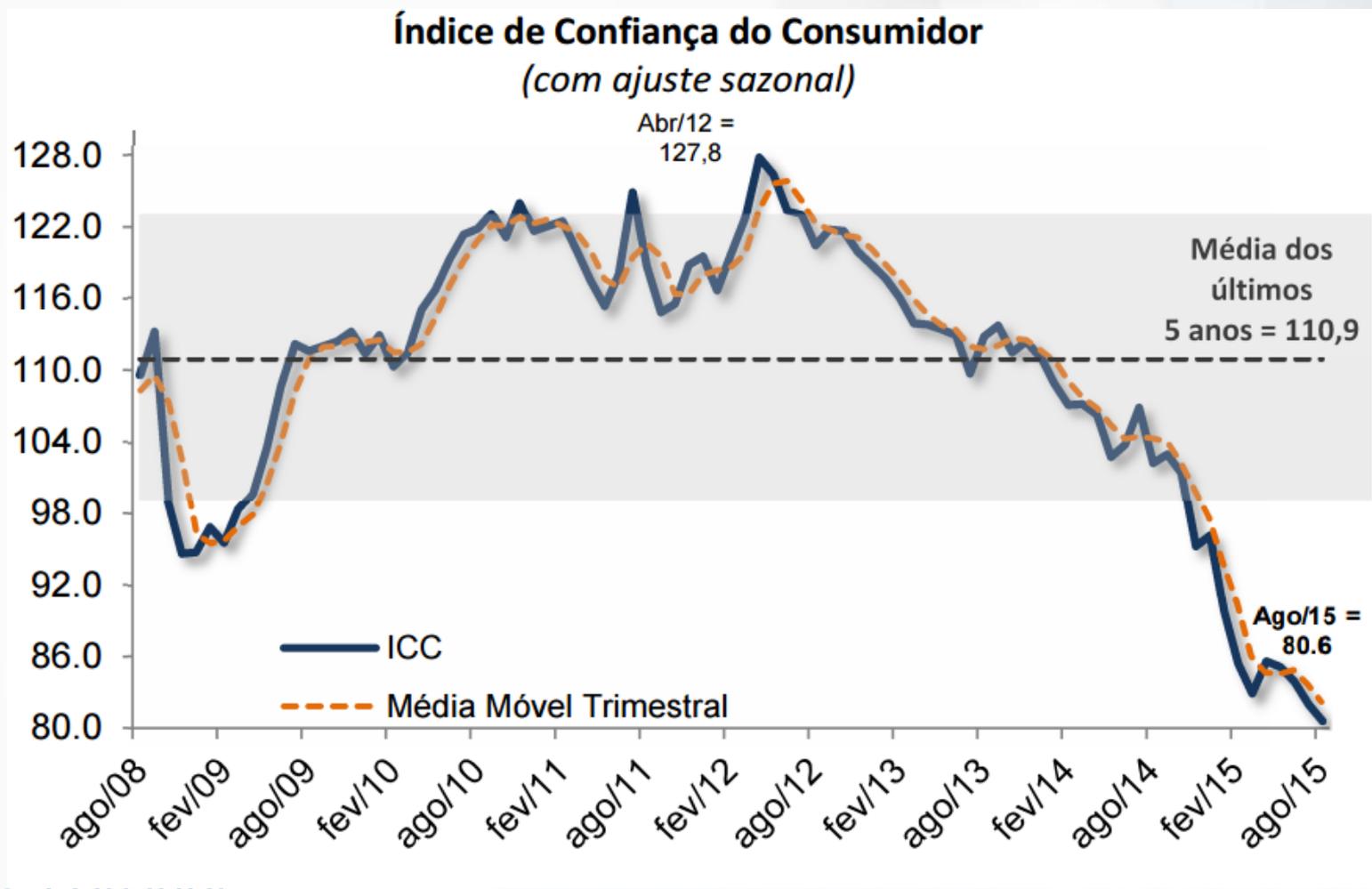
Confiança industrial esta embaixo dos níveis da crise

Índice de Confiança do Empresário Industrial - ICEI
Indústria de transformação



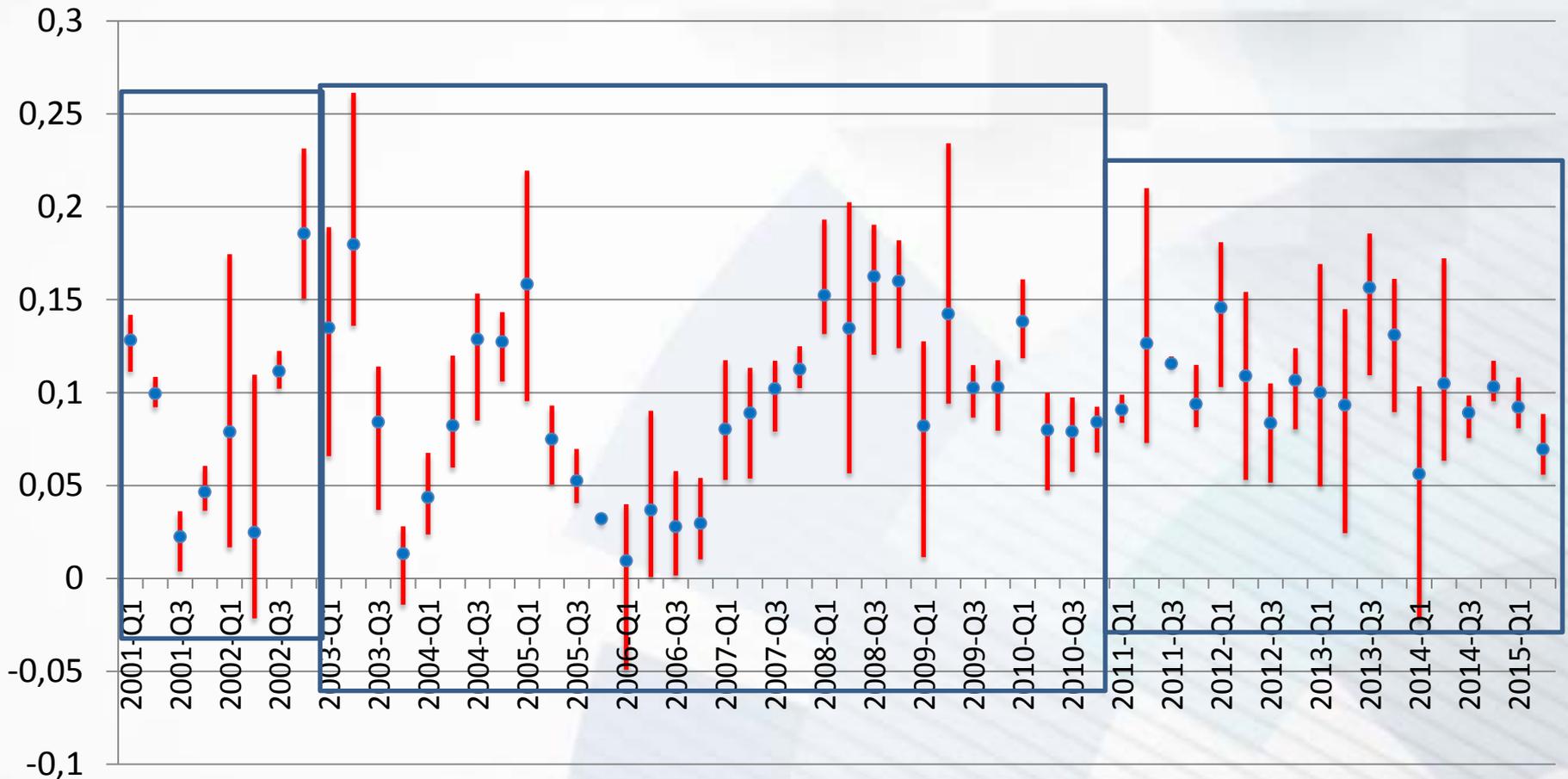
Fonte: Site CNI

Confiança do consumidor esta também embaixo dos níveis da crise



Supermercados

Índice de vendas de Supermercado (crescimento)



Por que da crise: Modelo populista de capitalismo de estado (Dilma I):

- Queria promover crescimento e reduzir a desigualdade
- Aproveitou a situação externa favorável (acumulação de reservas) para seguir políticas heterodoxas
 - Inflação no topo do tolerável pelo BC
 - Controles de capital para evitar valorização do real
 - Usando estatais para controlar preços e juros
 - Gasto acelerado e déficit primário de zero
 - O Tesouro bancando o BNDES para emprestar >R\$200 bi por ano
 - Aumentos constantes do salário mínimo
 - Transferências aos mais pobres (ajudando o PT a ganhar votos)

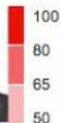
Figure 2: % of families assisted by "Bolsa Família" by region

Procure seu município

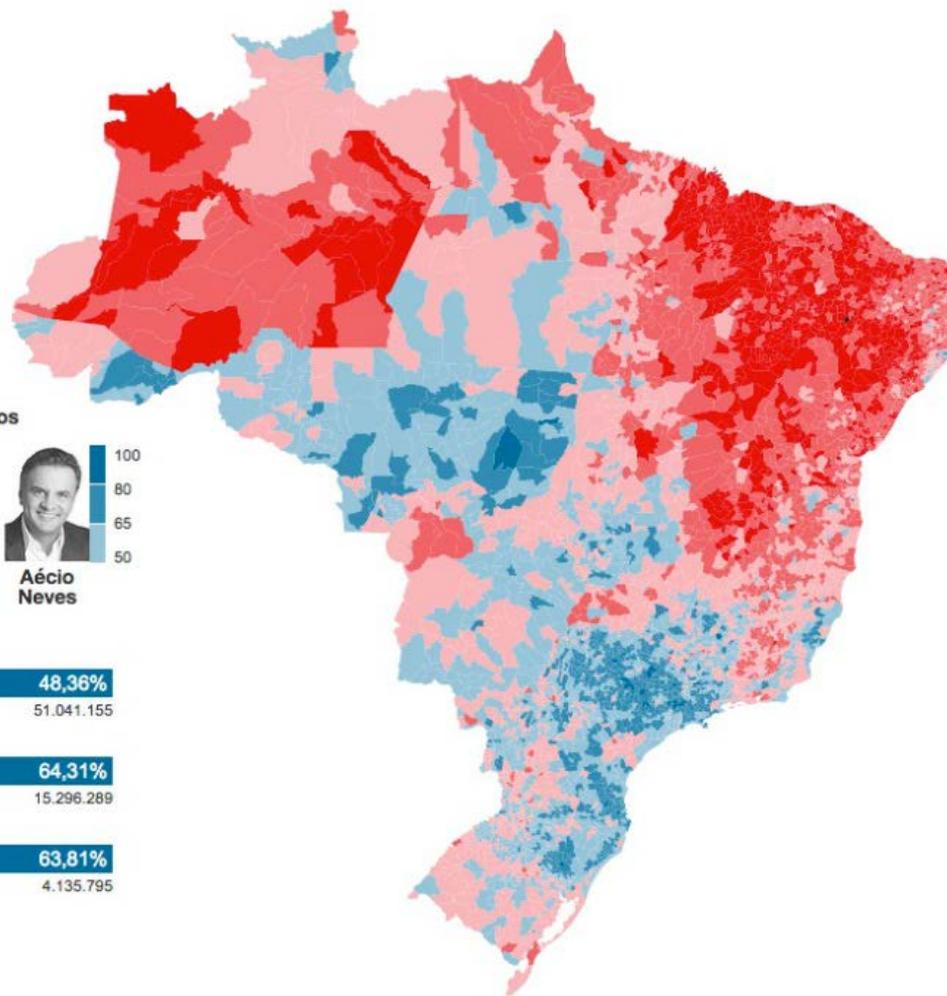
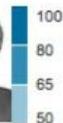
Clique nas fotos dos candidatos



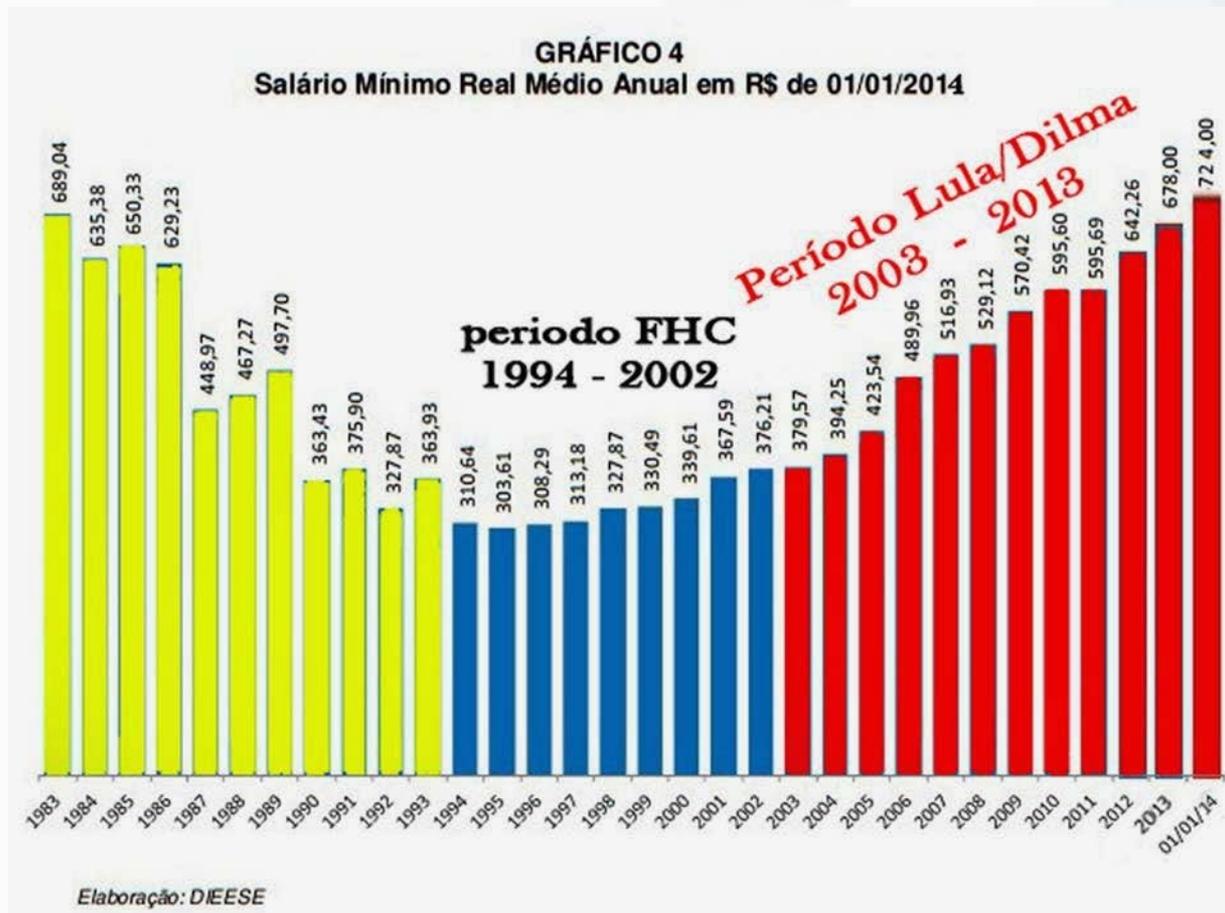
Dilma



Aécio
Neves



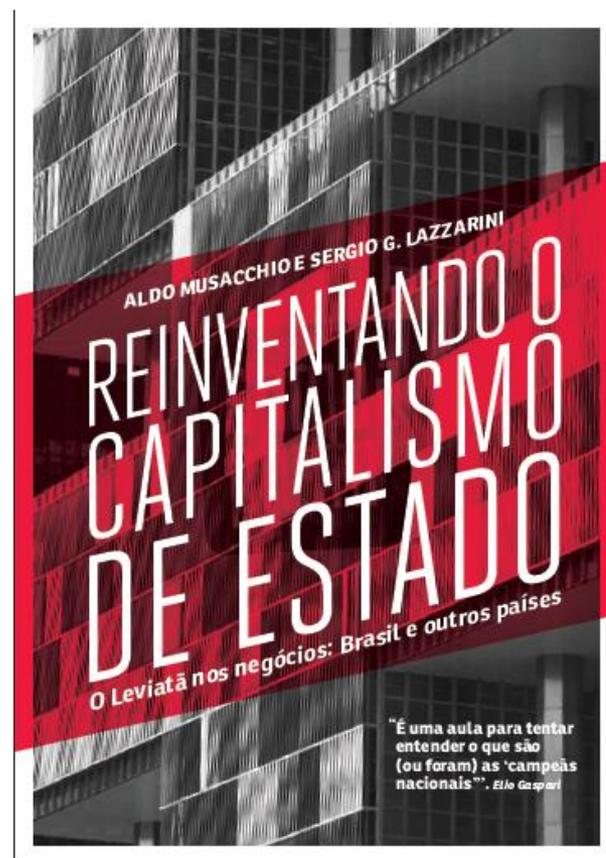
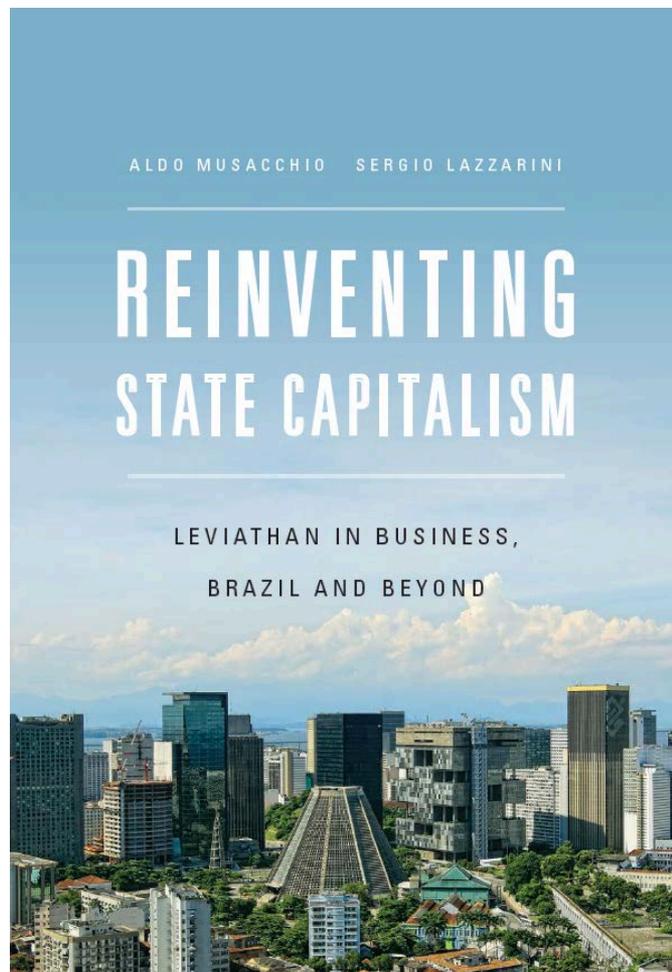
Inflação e crescimento acelerado no varejo tiveram a ver com os aumentos do salário mínimo (aumentos não acompanhados por melhoras na produtividade)



Para controlar a inflação e promover a compra de bens duráveis o governo usou os bancos estatais e a Petrobras



Nos advertimos o problema de intervenção política nas estatais (esp. Na Petro) desde 2013



BNDES

- Desenhado para dar crédito de longo prazo a empresas estatais
- Virou um esquema para beneficiar as grandes empresas brasileiras com a receita federal
- 67% do crédito foi para grandes empresas
 - O governo toma crédito a 9-11% (SELIC) e empresta para empresas à TJLP (5%)... De cada R\$100 milhões que empresta o BNDES os brasileiros pagam entre R\$4-6 mi de subsídios
 - O seja, o Tesouro investiu por anos bilhões num esquema que perdía dinheiro 6-7% por cada real investido... mas gerava emprego

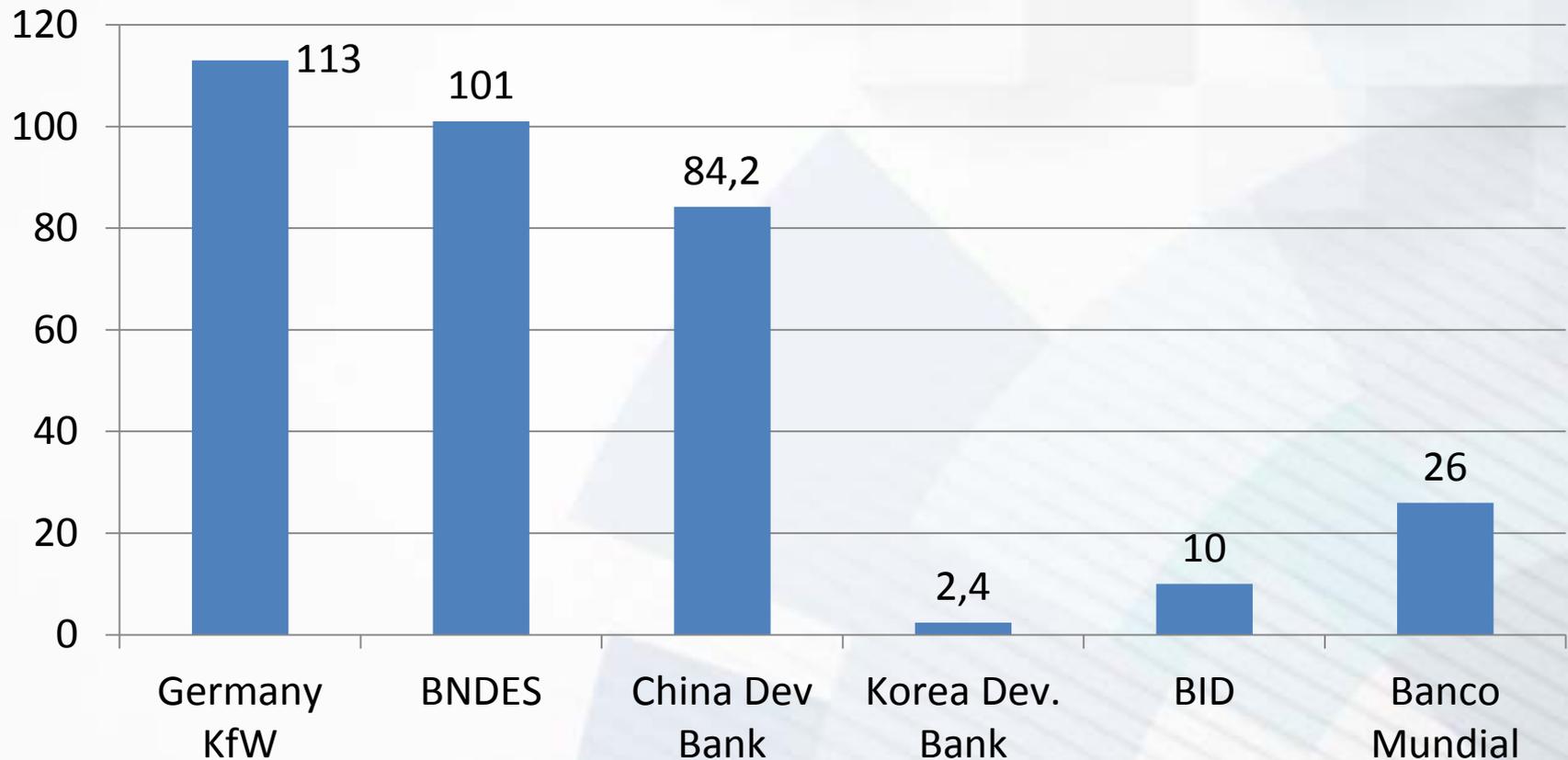
BNDES e os maiores bancos de desenvolvimento do mundo (2010)

	Brazil's BNDES	Inter- American Dev. Bank (IDB)	World Bank	Korea Dev. Bank	Germany's KfW	China Dev. Bank
<i>Financials (US\$ bn) and employment</i>						
Total assets	330	87	428	123	596	751.8
Equity	40	21	166	17	21	59.2
Profit	6.0	0.3	1.7	1.3	3.5	5.5
New loans	101	10	26	n.a.	113	84.2
Outstanding loans	218	63	234	64	571	663.2
Staff	2,982	~2,000	~10,000	2,266	4,531	4,000
<i>Performance ratios</i>						
Return on equity (%)	15.0	1.6	1.0	7.8	16.7	9.2
Return on assets (%)	1.8	0.4	0.4	1.1	0.6	0.7
Profit/employee (US\$ M)	2.0	0.2	0.2	0.6	0.8	1.4
Equity/assets (%)	12.0	24.0	38.7	14.0	3.5	7.9
Assets (US\$ M) per employee	110.8	43.6	42.8	54.4	131.5	188.0

Source: based on Torres Filho (2009), with updated information from the banks' annual reports.

BNDEs é um dos maiores bancos do mundo

Novos empréstimos em US\$ bi (2010)



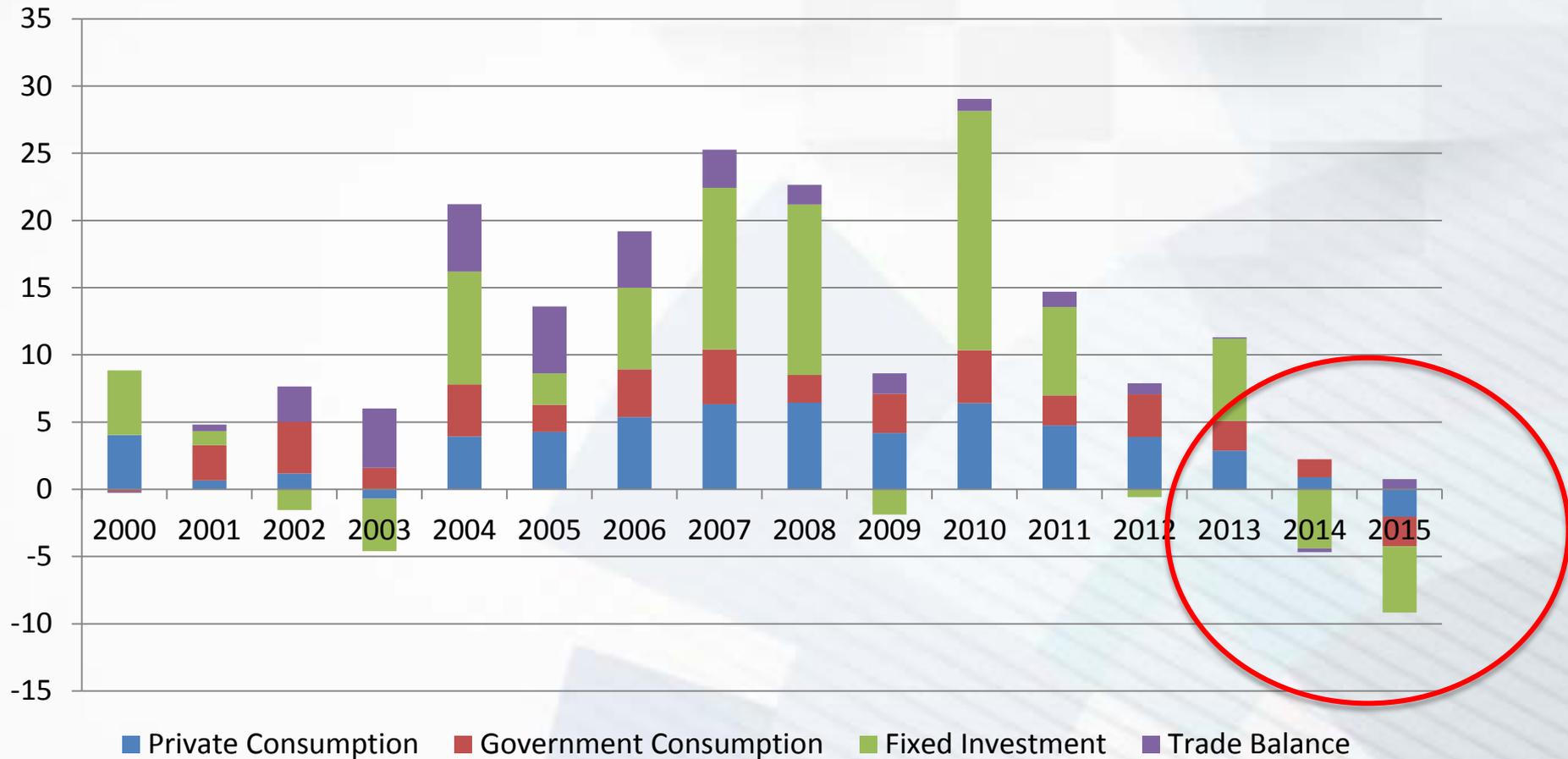
O BNDES empresta para empresas que não precisam do subsídio, e sim a aquelas que podem pagar de volta

Company	sector	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Avg. Liab to BNDEs
Petrobras	OIL AND GAS EXTRACTION	0.572	0.559	1.385	1.813	2.254	3.325	3.899	19.408	4.152
Vale do Rio Doce	METAL MINING						0.001	3.120	4.195	2.439
Telemar Norte Leste	COMMUNICATIONS	0.802	0.844	0.994	0.993	1.222	1.600	1.345	3.819	1.452
Brasil Telecom	COMMUNICATIONS					1.144	1.247	1.135	1.574	1.275
All Amer Lat	RAILROAD TRANSPORTATION							0.751	1.002	0.877
CPFL Energia	ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES	0.371		0.648	0.777	0.909	1.159	0.987		0.809
Suzano	PAPER AND ALLIED PRODUCTS	0.151	0.249	0.324	0.471	0.851	1.305	0.979	1.278	0.701
Cesp	ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES	0.597	0.653	1.066		0.453	0.457			0.645
Neoenergia	ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES	0.388	0.349	0.308	0.512	0.518	0.641	0.958	1.221	0.612
Telesp	COMMUNICATIONS						0.459	0.730		0.594
VBC Energia	ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES	0.177	0.240	0.262	0.297	0.836	1.024	0.802	0.991	0.579
CSN	PRIMARY METAL INDUSTRIES	0.378	0.408	0.405	0.134	0.177	0.730	0.678	1.156	0.508
Klabin	PAPER AND ALLIED PRODUCTS		0.156	0.124	0.079	0.352	0.930	0.844	1.060	0.506
CPFL Geração	ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES	0.008	0.090				0.731	0.670	1.021	0.504
Aracruz	PAPER AND ALLIED PRODUCTS	0.262	0.263	0.232	0.692	0.608	0.748	0.524		0.476
Braskem	CHEMICALS AND ALLIED PRODUCTS	0.092	0.108					0.715	0.951	0.466
Sadia	FOOD AND KINDRED PRODUCTS	0.291	0.244	0.304	0.277	0.406	0.681	0.699		0.415
Embraer	TRANSPORTATION EQUIPMENT	0.024	0.023			0.298	0.781	0.616	0.704	0.408
JBS	FOOD AND KINDRED PRODUCTS						0.370	0.175	0.674	0.406
MPX Energia	ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES								0.385	0.385
Tractebel	ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES				0.153	0.135	0.360	0.519	0.737	0.381
Vivo	COMMUNICATIONS	0.198	0.247	0.224		0.090	0.387	0.612	0.847	0.372
Light	ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES					0.550		0.186	0.316	0.350
Gerdau	PRIMARY METAL INDUSTRIES			0.254	0.400					0.327

Principais indústrias beneficiadas tem ADRs e podem colocar debentures na NYSE

Indústria	Porcentagem do crédito a indústria (2010-2013)	Principal empresa beneficiaria
Química e petroquímica	26.5	Petrobras, Braskem
Material de transporte	15.6	Embraer
Alimentos e bebidas	15.0	JBS, Sadia
Outras	12.0	
Mecânica	9.7	
Metalurgia e produtos	7.3	CSN
Celulose e papel	4.9	Suzano, Klabin, Aracruz
Extrativa	4.8	Vale, EBX
Têxtil e vestuário	4.1	
Total de empréstimos	R\$ 228.3	

O Modelo Dilma I gerou desequilíbrios fortes (crescimento pushado por consumo priv + gov)



Ese programa de capitalismo de estado populista terminou se refletindo no déficit do governo, que piorou desde 2010

Receita e despesa do governo federal (como % do PIB)

	2002		2006	2010		2014
Receita	34.4	→	35.6	36.0	→	37.5
Despesa	31.2		32.4	33.7	→	37.5
Deficit (-)/ Superavit (+) primario	3.1	→	3.1	2.3	→	0.0
Pago de juros	7.5		6.7	5.0		5.0
Deficit (-)/ Superavit (+) total	-4.4	→	-3.5	-2.7	→	-5.0

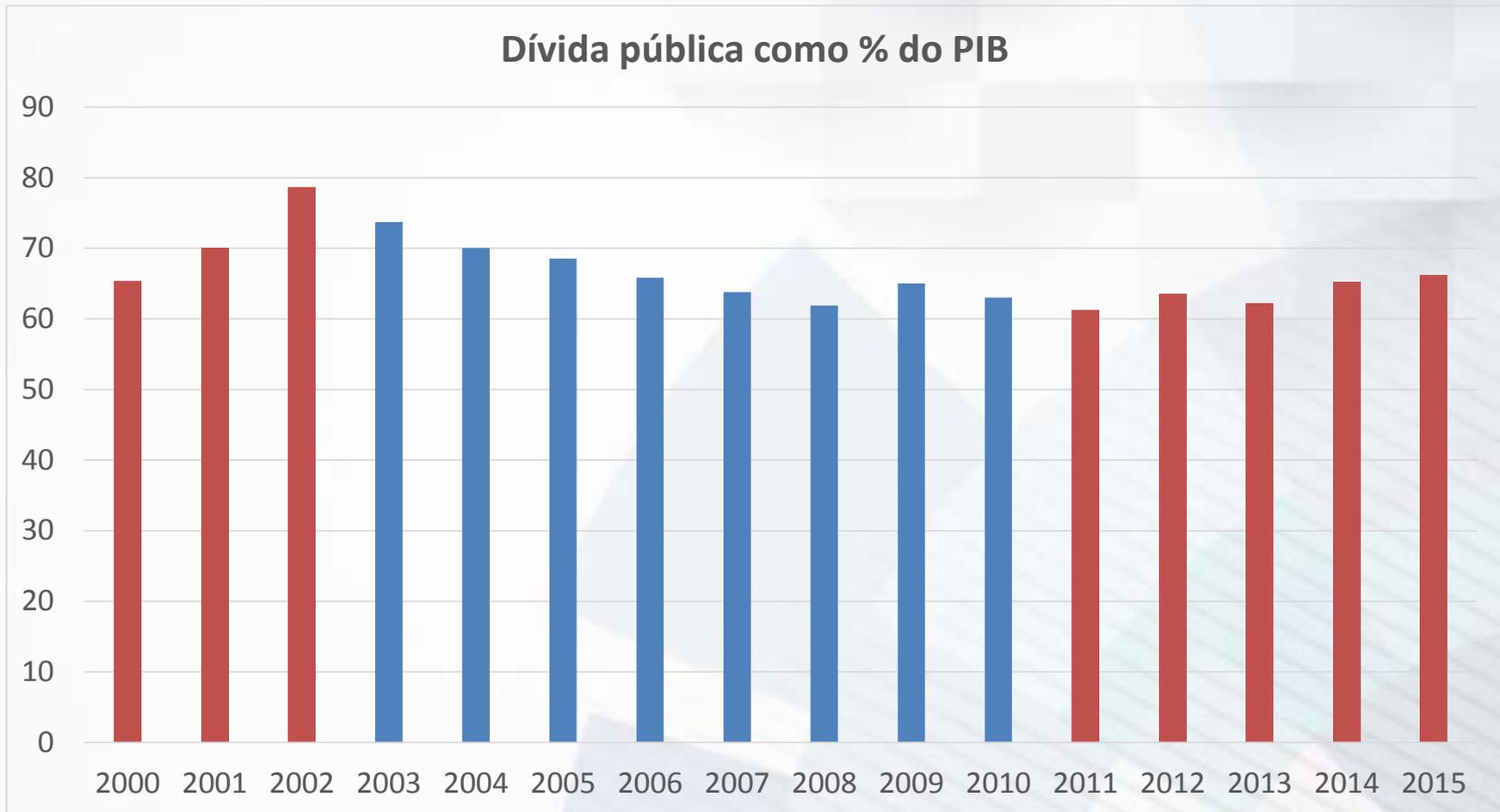


o Mérito Mantega:

- Teve queda na arrecadação
- aumento no gasto
- Levou o déficit primário para ZERO
- aumentou déficit total para -5,0%

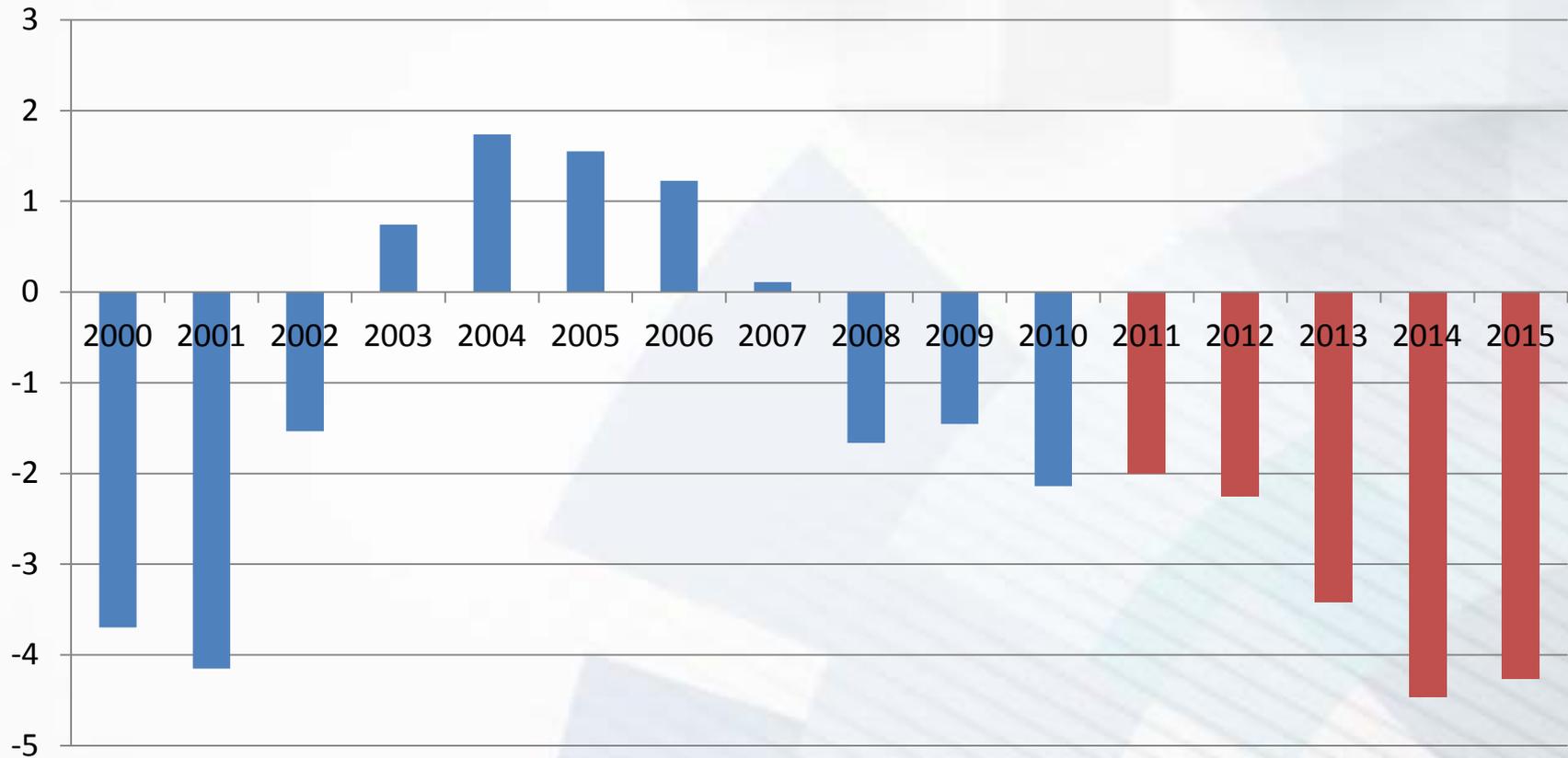
A dívida pública bruta ficou alta (com a desculpa de com grandes reservas a dívida neta era baixa)

Dívida pública como % do PIB



Déficit em conta corrente piorou

Déficit em conta corrente como % do PIB



Joaquim Levy de volta na Fazenda

- Com esses desequilíbrios e com inflação batendo o limite superior do BC, a única opção para o Levy tem sido:
 - Tentar aumentar a arrecadação (aumentando impostos)
 - Cortar gasto e subsidios (esp. Transferências ao BNDES) + controlar salário mínimo

Isso em quanto o

- O BC aumenta os juros o dólar em queda, confiança em queda, a economia em recessão, etc... → levando a uma queda da arrecadação

O Brasil precisa um ajuste fiscal ja! Senão o bicho vai pegar! (flashback para 2003)

Os analysts ja estão muito pessimistas e o problema tem sido a indecisão do governo para atuar!

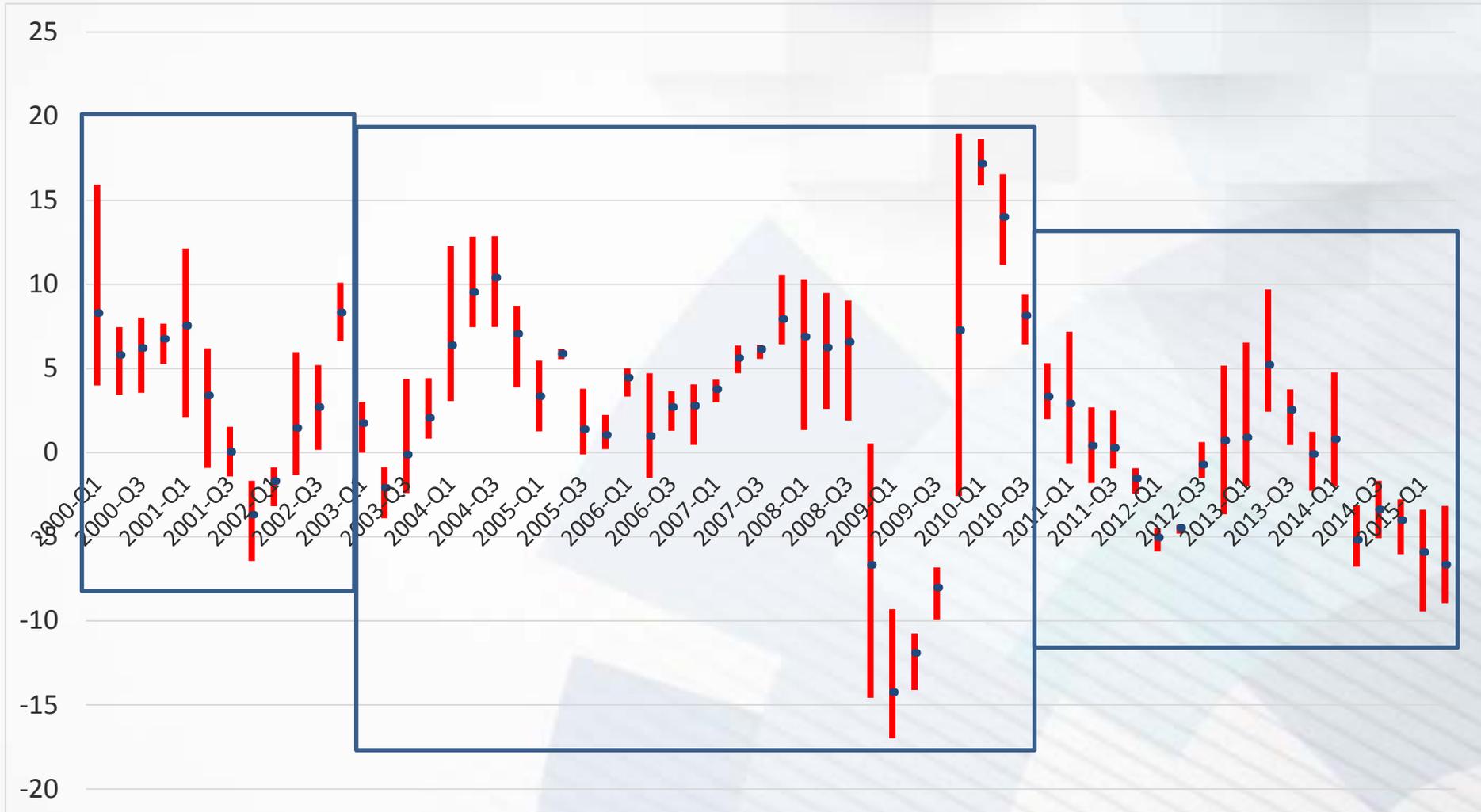
	Barclays		S&P	
	2015	2016	2015	2016
Real GDP (% y/y)	-3.2	-1.5	-2.5	-0.5
Nominal balance (% GDP)	-9.3	-8.0	-8.0	-8.1
Primary balance (% GDP)	-0.3	-0.5	(0.0)	-0.3
Gross public debt (% GDP)	66.1	72.0	65.0	70.0
USDBRL (average)	3.30	4.00	3.23	4.00

Fonte: “Brazil: Loses its investment grade rating at S&P, Outlook still Negative,” Barclays Economics Research, Sept 10, 2015.

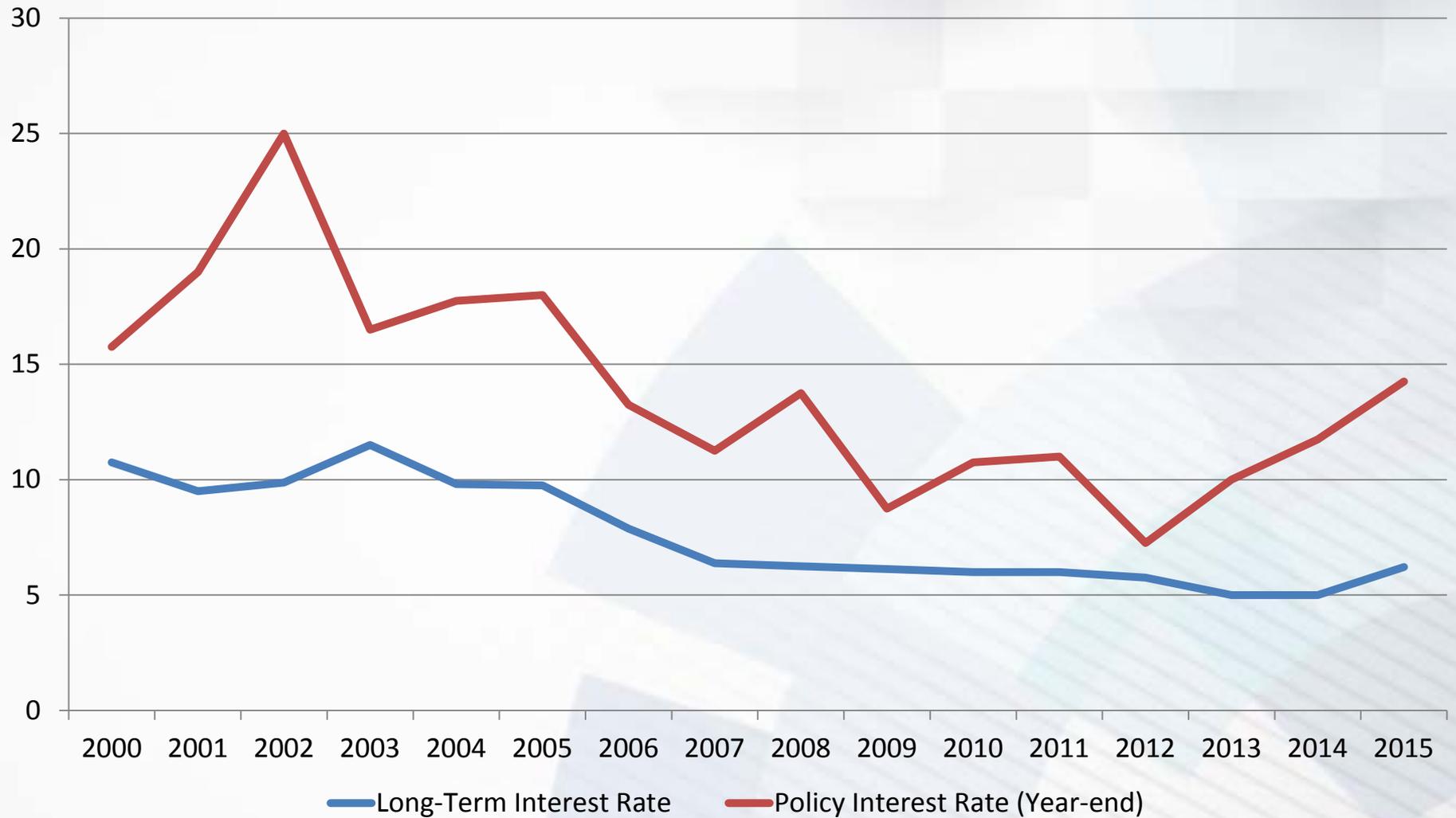
Valorização/desvalorização no câmbio (mesmo mes no ano retrasado)



Industrial GDP, Yearly Change



Brazil Interest Rates



Cenários Brasil 2015-2019

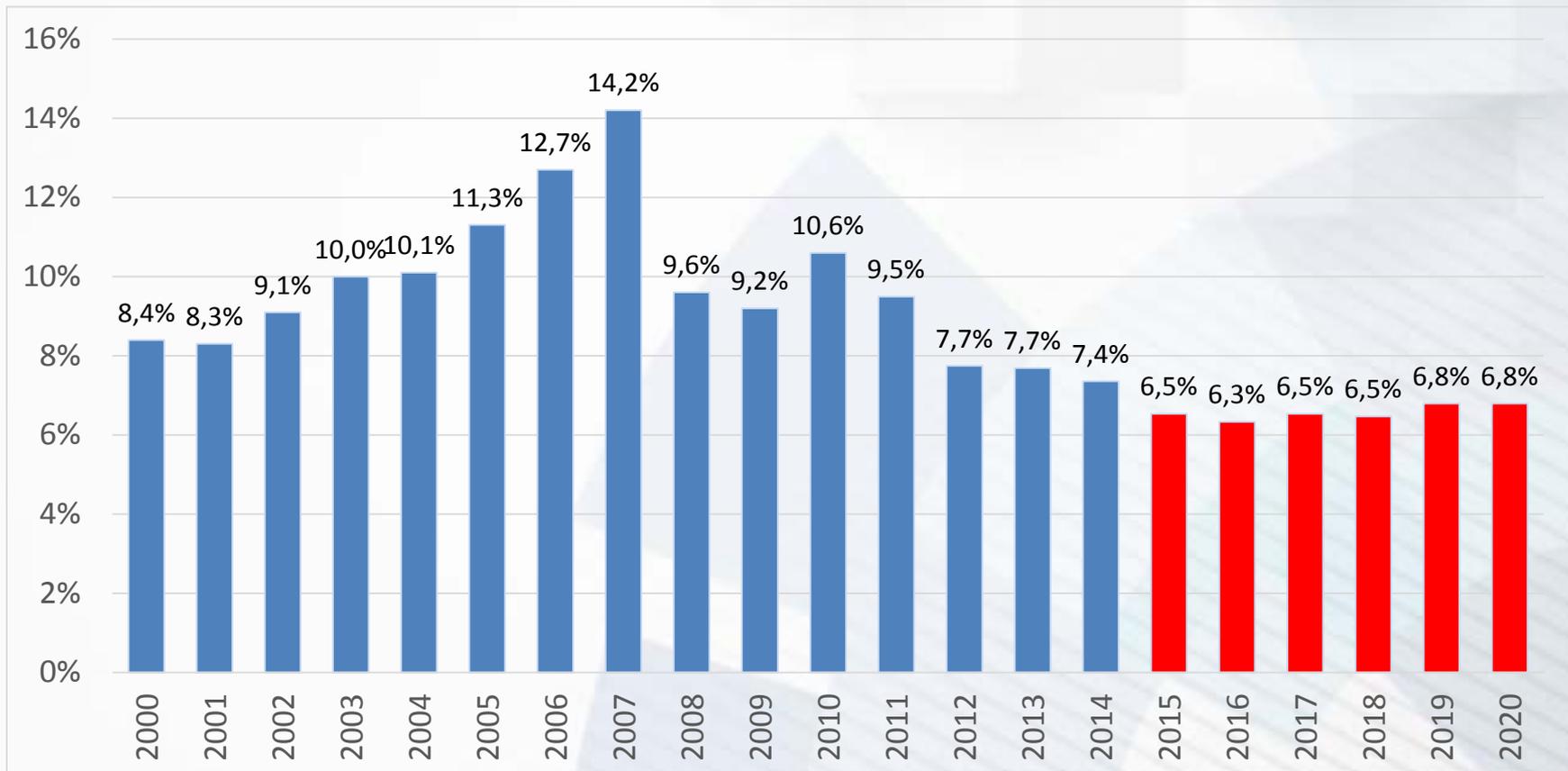
Forecast for Brazil							
(Annual percentage changes unless specified)							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Domestic Demand	3.5	0.1	-2.6	-0.4	2.1	2.7	3.2
Private Consumption	2.9	0.9	-2.0	-0.5	1.9	2.7	3.4
Fixed Investment	6.1	-4.4	-4.9	-0.5	2.7	3.3	3.5
Government Consumption	2.2	1.3	-2.2	0.4	1.8	1.8	1.8
Exports of Goods and Services	2.1	-1.1	2.9	2.9	4.5	0.0	2.1
Imports of Goods and Services	7.6	-1.0	-2.5	1.7	4.2	6.8	5.2
GDP	2.7	0.1	-2.0	-0.4	2.1	2.6	3.2
Industrial Production	2.1	-3.1	-6.0	-0.1	2.0	2.5	2.7
Consumer Price Index (Annual average)	6.2	6.3	8.8	6.2	4.9	5.1	4.6
Government budget (% of GDP)	-3.1	-6.2	-7.1	-6.1	-5.4	-5.1	-4.7
Trade Balance (billions)	2.3	-6.2	13.5	18.8	6.3	0.1	4.0
Current account (billions)	-81.2	-104.3	-76.1	-62.0	-76.1	-82.5	-79.5
Current account (% of GDP)	-3.4	-4.5	-4.3	-3.4	-3.8	-3.9	-3.5
Short-Term Interest Rate (%)	8.2	10.9	13.5	14.1	12.2	11.5	10.9
Exchange Rate (per US\$)	2.2	2.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4

Fatores que estão prejudicando ao Brasil e que podemos piorar a situação

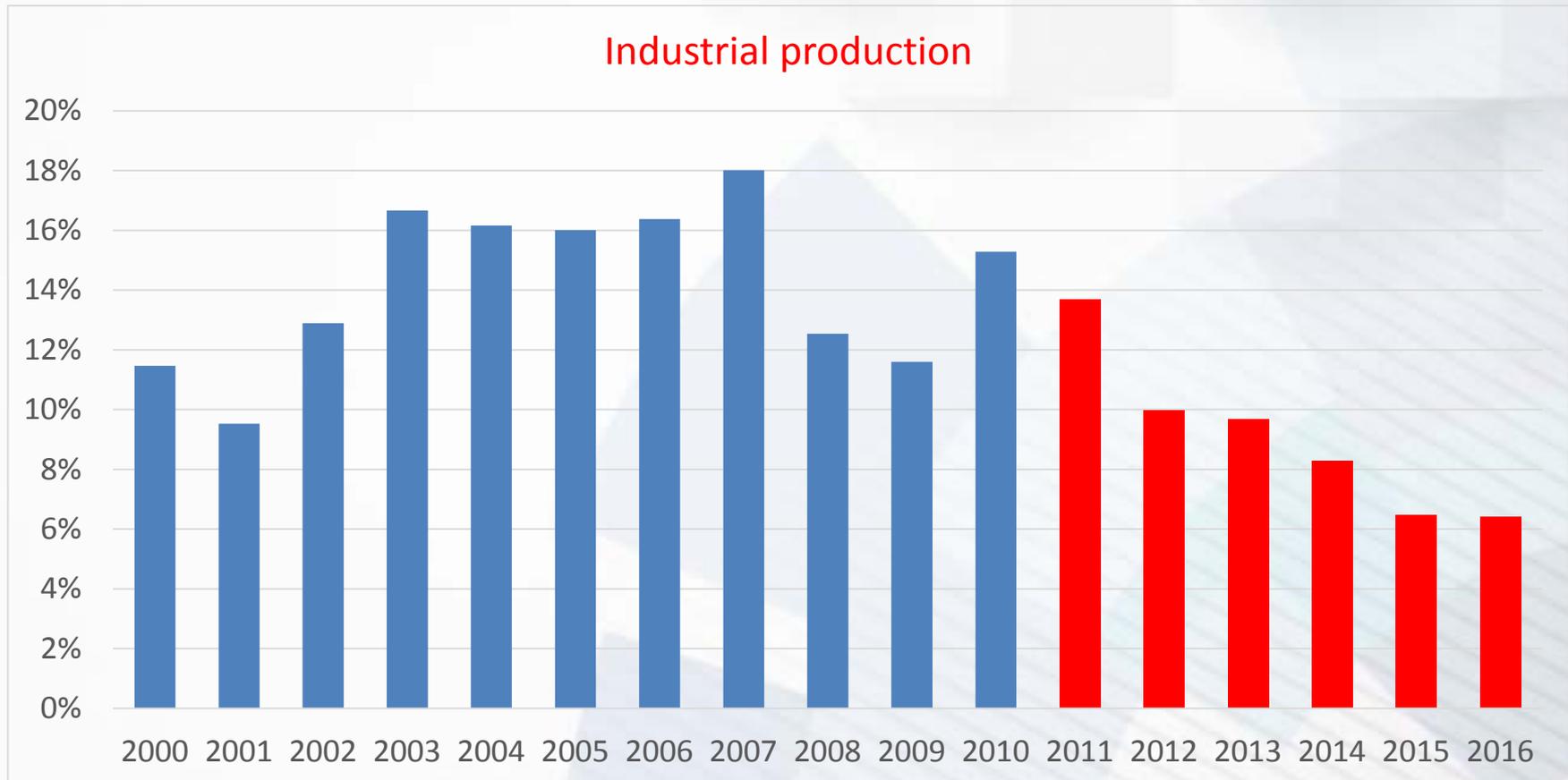
- Crecimento na China esta por baixo do esperado e continua se desacelerando
- As commodities continuam com sobreoferta
- Os Estados Unidos estão tendo uma recuperação muito rápida (melhor do esperado)
- Europa e o Japão estão com uma recuperação de vagar

1) Desaceleração da China continua

- Em 2014 teve o menor crescimento desde a crise de 2008-9



A desaceleração da China tem a ver com a queda na produção industrial e do investimento em capital



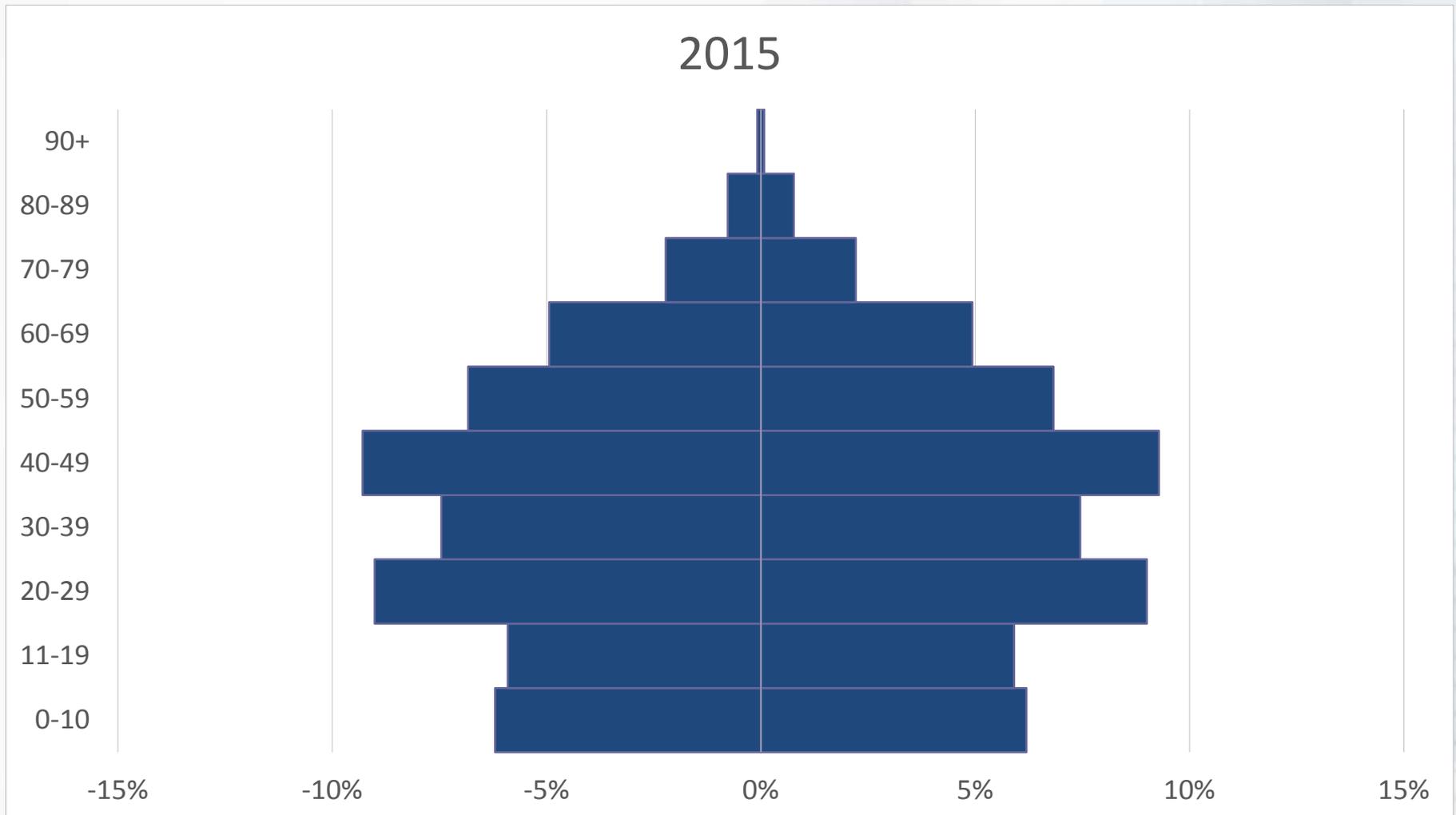
SHCOMP Index



Cénarios para a China

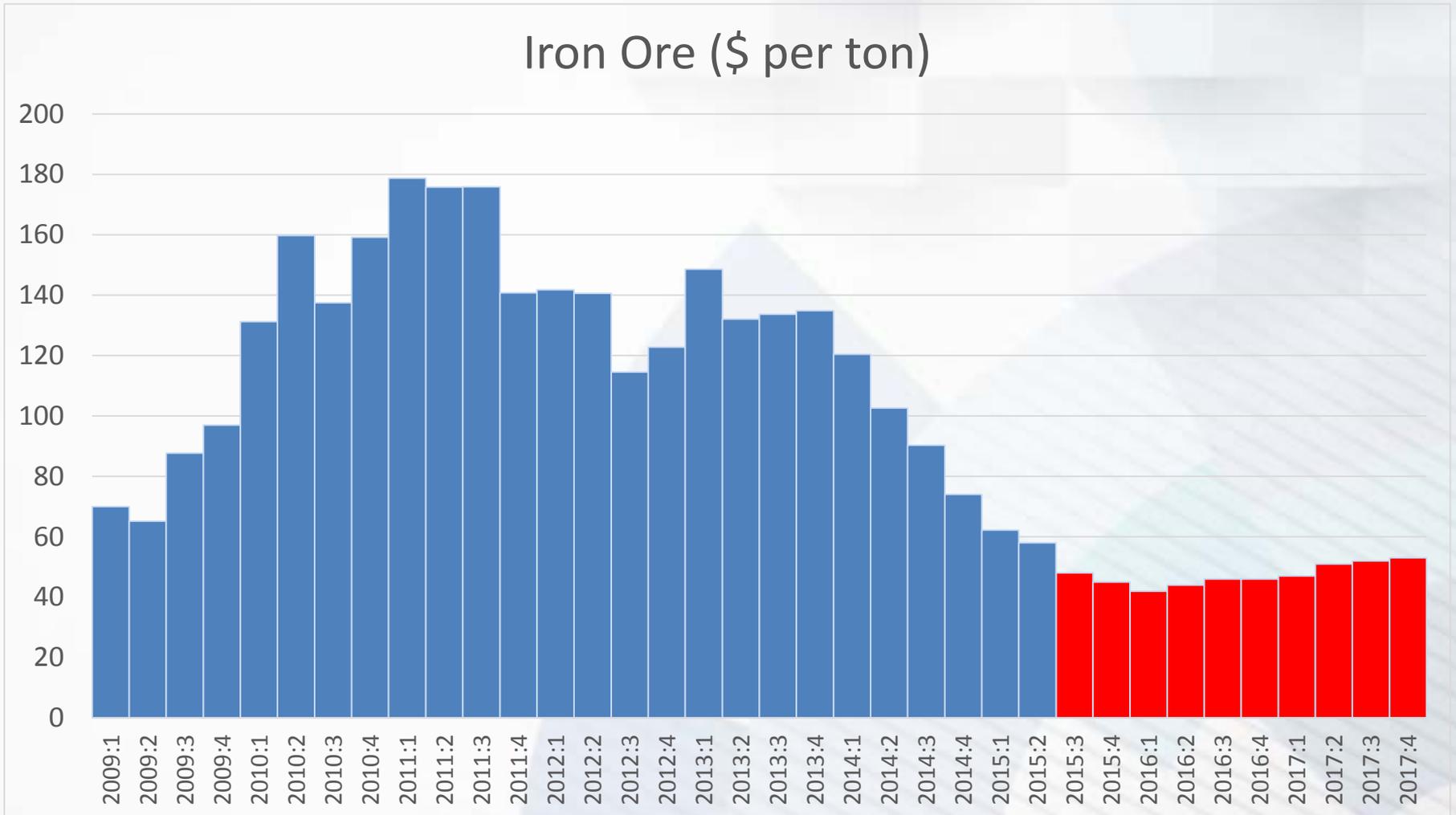
Forecast for China							
(Annual percentage changes unless specified)							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Domestic Demand	8.3	7.0	5.8	5.6	5.8	5.8	6.6
Private Consumption	7.5	6.8	6.6	6.0	6.2	6.3	6.9
Fixed Investment	9.4	5.7	4.9	4.7	4.9	5.3	6.4
Government Consumption	8.2	8.0	7.8	7.4	7.0	6.7	6.3
Exports of Goods and Services	8.7	5.9	6.7	8.3	7.3	6.8	6.3
Imports of Goods and Services	10.8	4.9	5.4	7.0	7.0	7.1	6.5
GDP	7.7	7.4	6.5	6.3	6.5	6.5	6.8
Industrial Production	9.7	8.3	6.5	6.4	6.8	6.9	7.2
Consumer Price Index (Annual average)	2.6	2.0	1.4	1.9	2.6	2.6	2.9
Government budget (% of GDP)	-1.8	-1.8	-1.4	-1.5	-1.2	-1.0	-1.0
Trade Balance (billions)	359.9	484.2	689.0	774.7	794.0	799.4	792.1
Current account (billions)	182.8	219.6	427.4	446.3	477.7	400.5	339.6
Current account (% of GDP)	1.9	2.1	4.0	4.1	4.1	3.1	2.4
Short-Term Interest Rate (%)	6.0	5.9	4.9	4.4	4.4	4.5	4.8
Exchange Rate (per US\$)	6.1	6.2	6.3	6.7	6.8	6.8	6.8

China agora tem crise na pirâmide de pop.

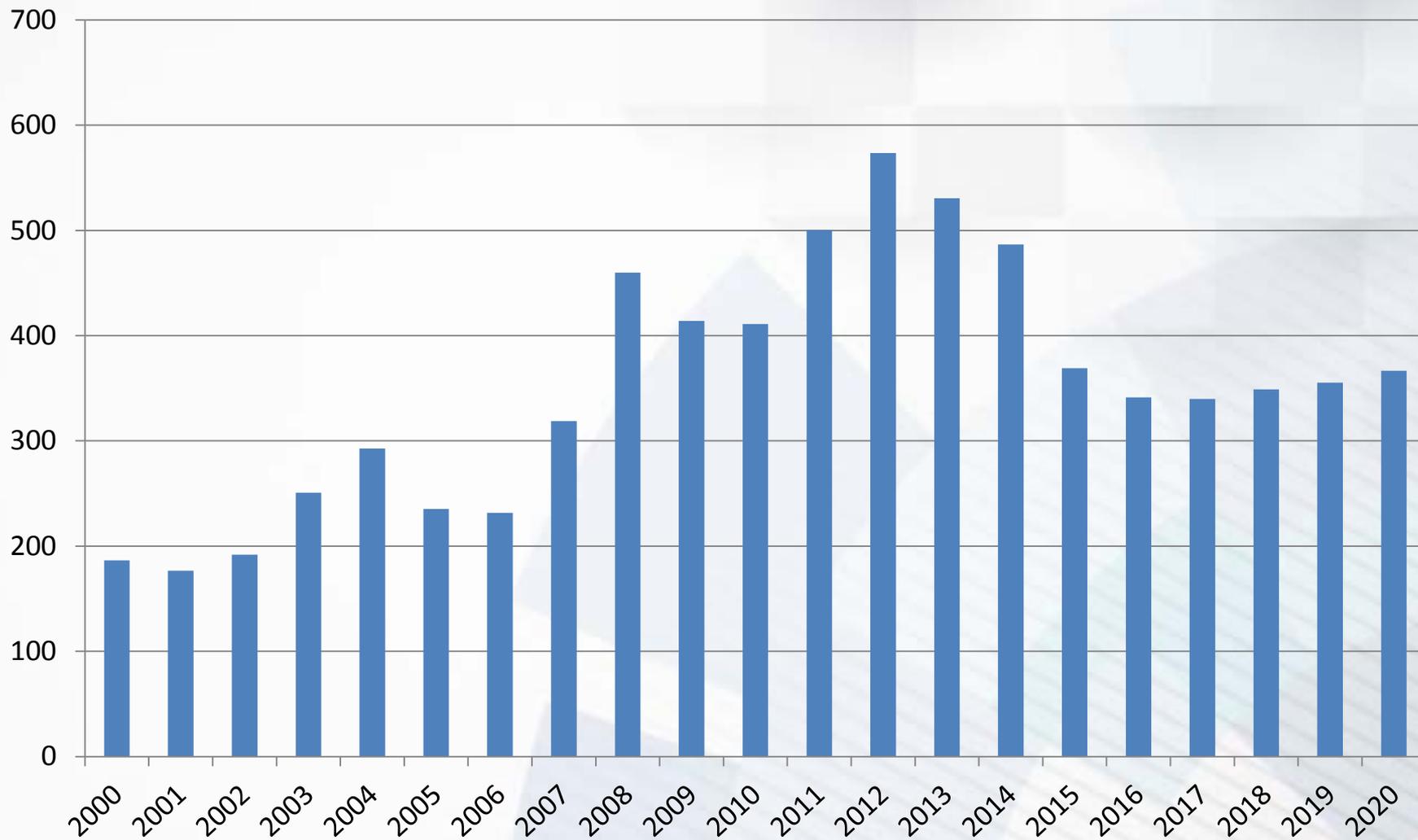


2) Commodities

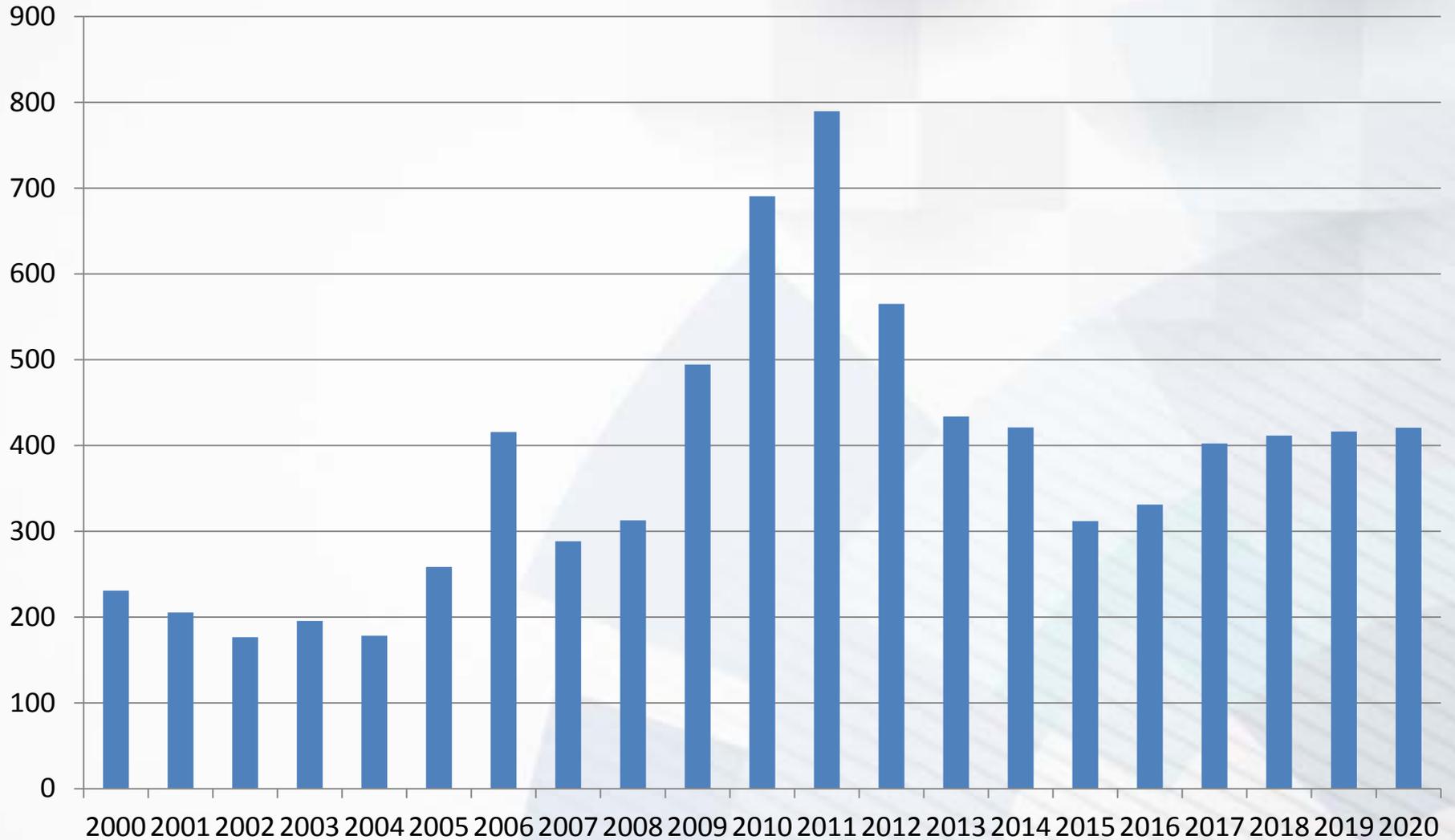
Iron Ore (\$ per ton)



Soybean- Brazil



Sugar Brazil



S&P Goldman Sachs Commodity Price Index (Total)



More commodities...

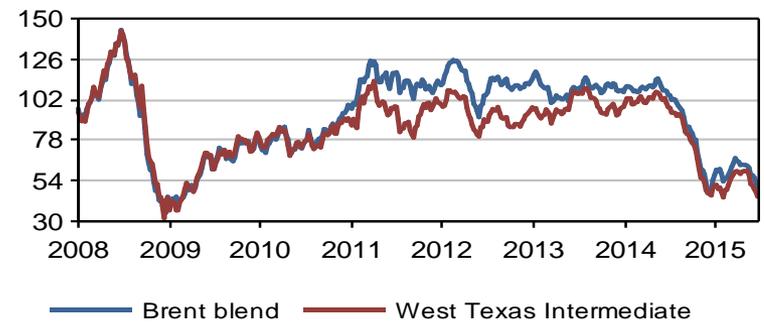
Ferrous prices

(IHS Ferrous Price Index, 2002W1=1.0)



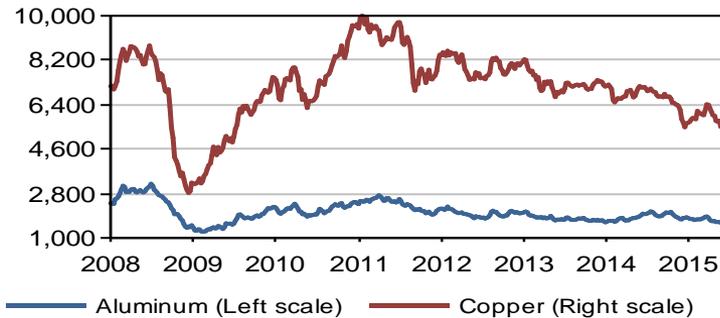
Oil prices

(US dollars/barrel)



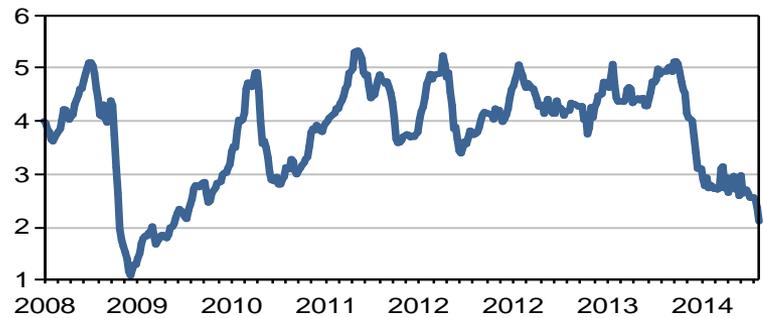
Nonferrous metals prices

(US dollars/metric ton)



Chemicals prices

(IHS Chemicals Price Index, 2002W1=1.00)



3) Estados Unidos

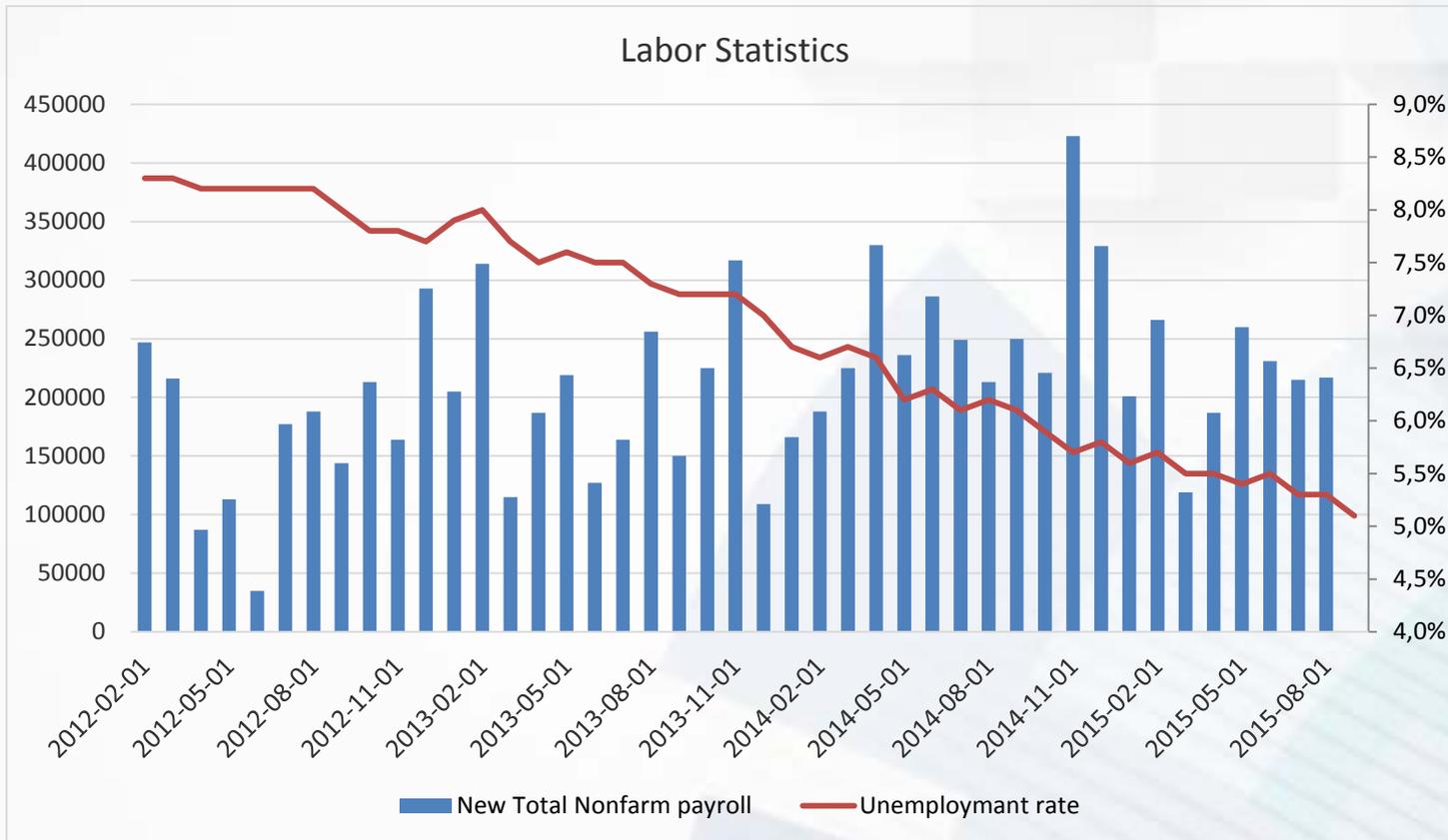
Recuperação forte em 2014 e 2015

- Crecimento do PIB > 3% durante 4 dos pasados 5 trimestres (o melhor do mundo desenvolvido)
- Geração de emprego é a melhor dos últimos 15 anos (5.1% de desemprego em agosto)
- Inflação quase chegando á meta de 2% (~1.7%)
- Consumo privado e investimento aumentando
- Todo indica que o aumento de juros vai começar ja, ja
- Isso pode ser devastador para o Brasil!!!

Economia americana esta crescendo em níveis normais outra vez

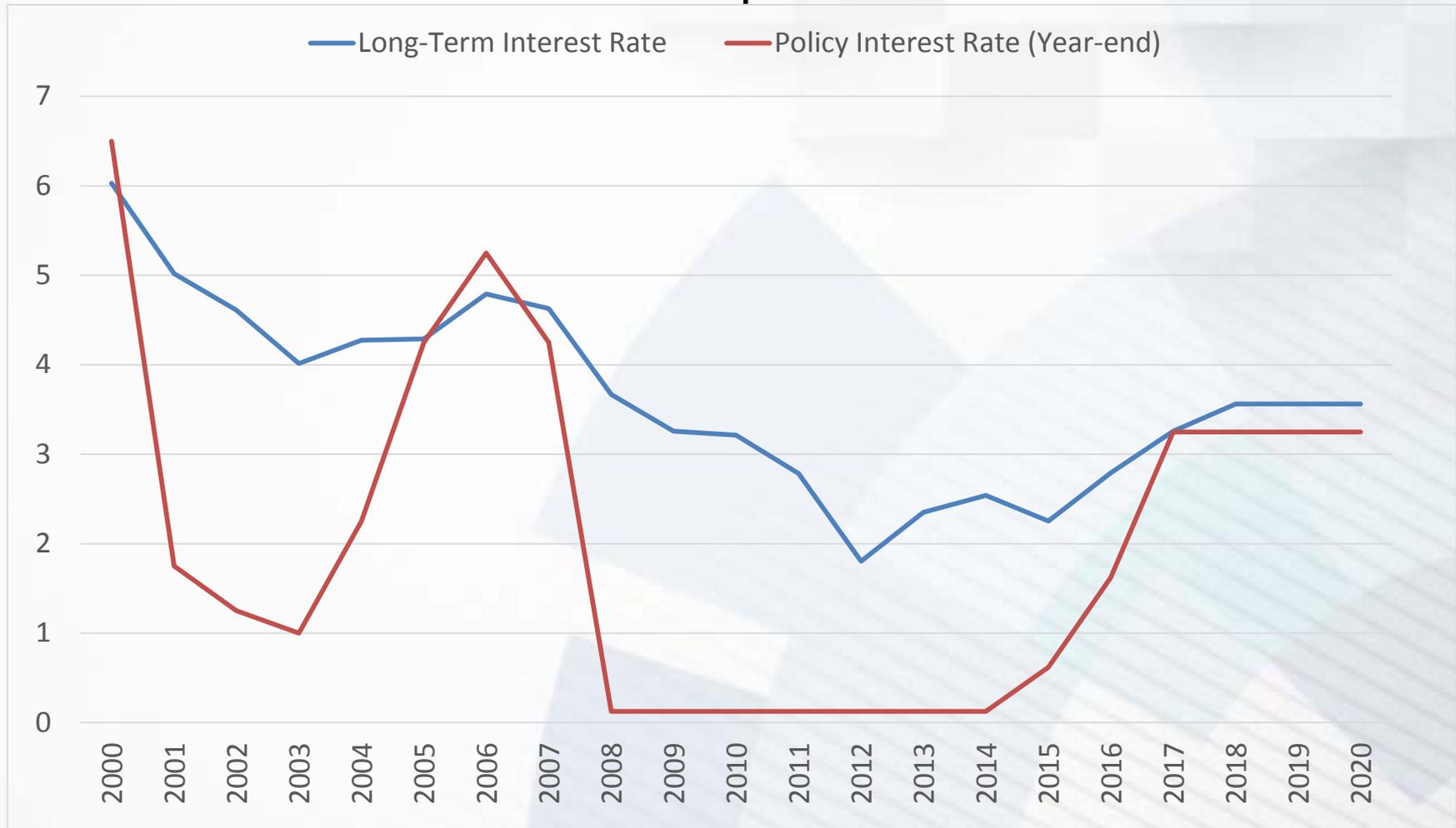


Emprego



A taxa de desemprego esta em 5,1%, This has not happened since 2008!

Com uma recuperação rápida, a reserva federal vai subir os juros já no final de 2015 e vai leva-los aos níveis de antes da crise rapidamente



Mas não tudo esta ok. O mercado de imóveis novos ainda esta deprimido

Housing Starts and Sales- Millions of Units



Cénarios

O Brasil tem sim uma recessão leve, enquanto os Estados Unidos aumentam juros (e.g., diferencial de juros no Brasil-USA atraem capital)

O Brasil tem uma recessão forte porque o capital internacional procura segurança (i.e., Estados Unidos)

- Real se desvaloriza ainda mais
- Juros no Brasil aumentam acima de 11-12%
- O capital procura países com economias flexíveis

Procura de segurança já esta levando o capital fora dos emergentes, para os Estados Unidos

Portfolio Investment and Other Investments (Bil. USD)



Duas coisas teriam que preocupar aos brasileiros do “flight to quality”

- Níveis de dívida do governo e das empresas no Brasil que precisam financiamento do exterior
- Concorrência com países reformistas por capital de risco

Emerging markets competing for foreign investment

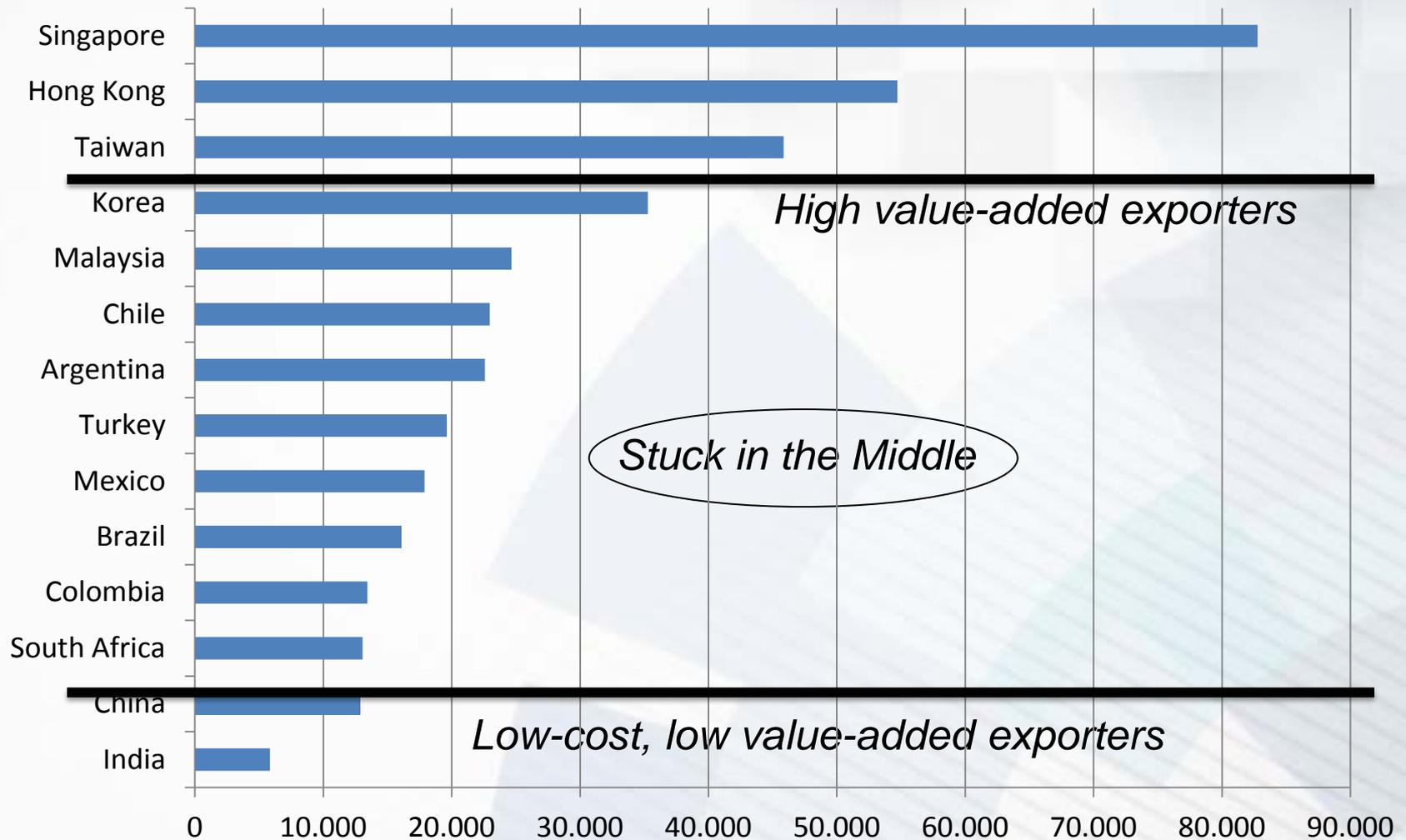
Percentage of World Stock Market Cap



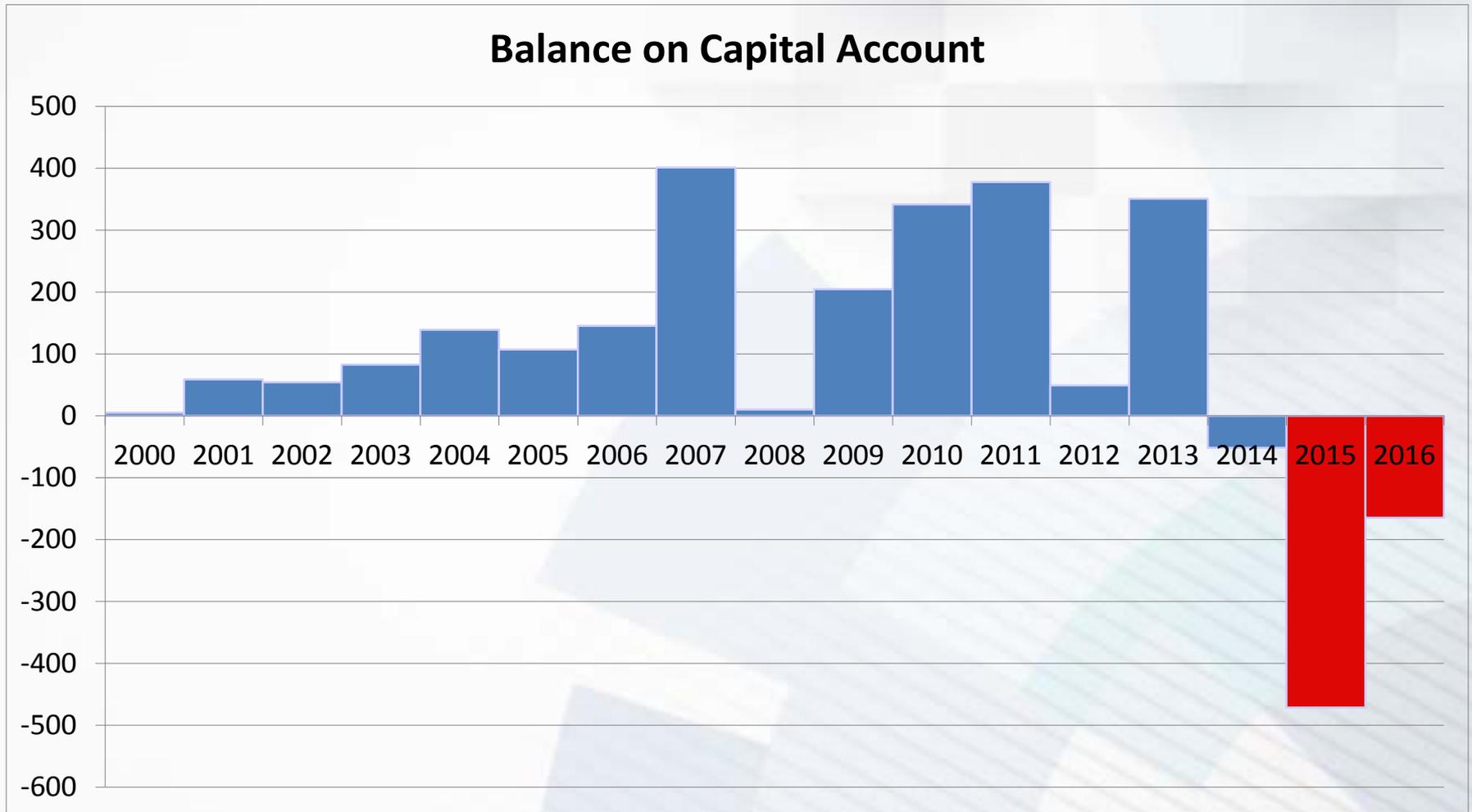
Os concorrentes do Brasil em mercados internacionais de capital (até 9-10-15)

Country	S&P LT Foreign Currency Sovereign Credit Rating	Net portfolio flows in 2014	Net portfolio flows exp. 2015	Total
Hong Kong	AAA	-41.8	-21.7	-63.4
Singapore	AAA			
Chile	AA-	-2.5	-3.6	-6.1
China	AA-	10.3	9.9	20.2
Saudi Arabia	AA-			
South Korea	A+	23.2	23.2	46.3
Malaysia	A-	1.2	3.2	4.3
Mexico	BBB+	9.5	-12.9	-3.4
Thailand	BBB+	-3.3	5.2	1.8
Colombia	BBB	2.9	0.5	3.4
Brazil	BBB-	-10.8	-11.7	-22.4
India	BBB-	8.5	11.2	19.8
Russia	BBB-	-25.5	-34.9	-60.4
South Africa	BBB-	4.3	4.8	9.2
Indonesia	BB+	16.2	7.0	23.2

Gross Domestic Product per Capita (PPP) for Exporting Countries (in U.S. dollars)



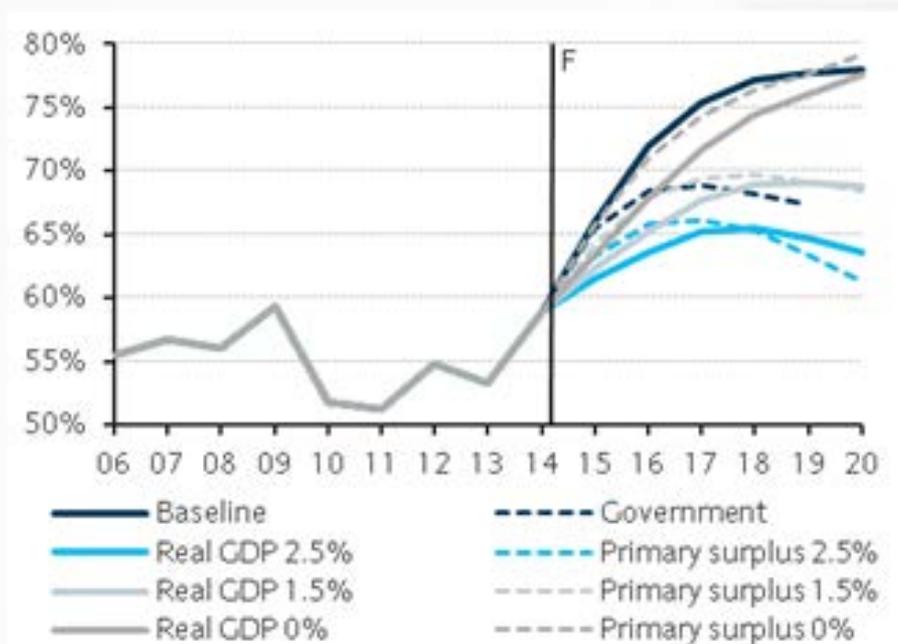
Emerging Markets



Conclusão

- O Brasil está passando por um momento difícil e pode virar pior
- Quando os juros aumentem para níveis normais nos Estados Unidos, afibelem os cintos porque a volatilidade pode voltar
- O governo brasileiro precisa enviar os sinais que o mercado quer imediatamente para começar a virada, senão “o bicho vai pegar”

Scenários da dívida brasileira (como % do PIB) com e sem ajuste forte



Fonte: “Brazil: Loses its investment grade rating at S&P, Outlook still Negative,” Barclays Economics Research, Sept 10, 2015.

Thank you / obrigado!

Aldo Musacchio
amusacchio@hbs.edu
aldom@brandeis.edu

